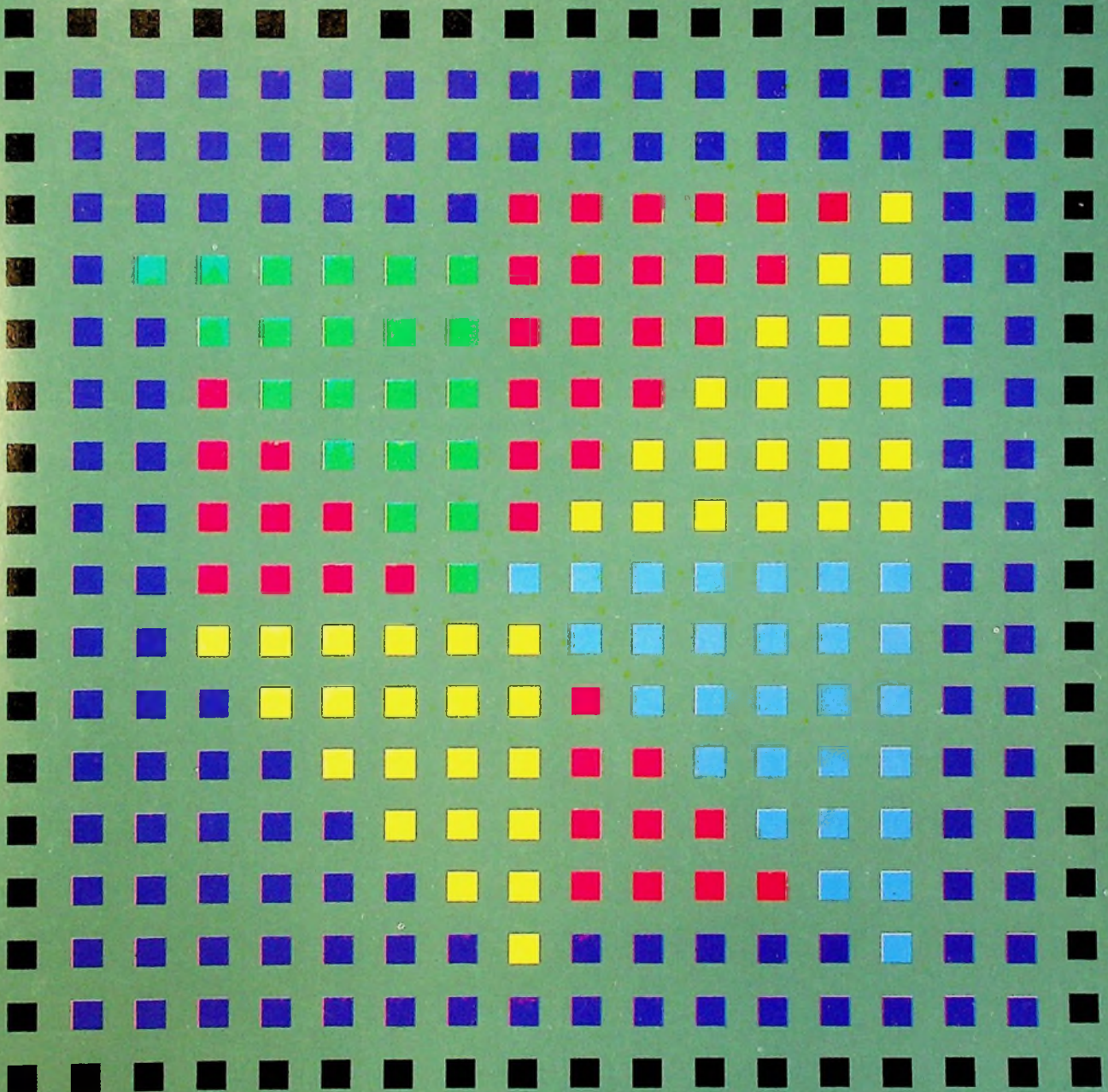


Penger og Kreditt 1991/ 4

NORGES BANK



Penger og Kredit utgis hvert kvartal
av Norges Bank, Oslo

Redaktør: Hermod Skanland
Redaksjonssekretær: Jens Olav Sporastoyl
Redaksjonsutvalg: Asbjørn Fidjestøl, Finansmarkedsavdelingen (leder)
Anne Berit Christiansen, Økonomisk avdeling
Toril Syrdahl, Plan- og utviklingsavdelingen
Jon Petter Holter, Statistikkavdelingen
Sylvi Johansen, Bankstab
Liv Kielland, Informasjonskontoret
Brynjulv Vollan, Markedsoperasjonsavdelingen
Bernt Nyhagen, Sekretariatsavdelingen
Knut Tonsberg, informasjonsrådgiver

Redaksjonens adresse:
Norges Bank, Informasjonskontoret
Boks 1179 Sentrum
0107 Oslo 1
Telex: 71 369 nbank n
Telefax: (02) 41 31 05
Telefon: (02) 31 60 00

De synspunkter som fremkommer i signerte artikler
i denne publikasjon, representerer artikkelforfatterens
egen oppfatning og kan ikke tas som uttrykk
for hovedstyrets standpunkt til de
forskjellige spørsmål

Ettertrykk med kildeangivelse er tillatt

Design: Anisdahl/Christensen
Sats og trykk: Norges Banks Seddeltrykkeri, Oslo
Teksten er satt med 11 pkt. Garamond

ISSN-0332-5598

Standardtegn i tabeller:

. Tall kan ikke forekomme
.. Oppgave mangler
... Oppgave mangler foreløpig
— Null
0 } Mindre enn en halv av den
0,0 } brukte enhet

*Trykkfeil i forrige nummer av Penger og
Kredit (nr. 4/1991):*

I overgangen fra rammen på side 82* til
rammen på side 83* var det falt ut to linjer.
Den fullstendige teksten skulle vært:

Dette har sammenheng med at dollaren i
denne perioden styrket seg overfor de euro-
peiske valutaene. Når svenske kroner og
finske mark var knyttet til kurver med bety-
delig dollar-vekt, betydde dette at de samti-
dig appresierte overfor norske kroner.....

Penger og Kreditt 1991
Årgang 19

INNHold

(tall i parentes angir nummer innenfor årgangen)

DEL A:

Ledere/årstale

- Økonomiske perspektiver (*sentralbanksjefens årstale*) s. I (1)
En unødvendig byrde s. 77*(3)

Økonomisk oversikt

Kap 1

- Den økonomiske situasjonen s. 3*(1), 37*(2), 78*(3), 108*(4)

Kap 2 – Tema

- Utviklingen mot økonomisk og monetær union innen EF s. 19*(1)
Obligasjonsmarkedet i Norge s. 59*(2)
Utviklingstrekk i betalingsformidlingen i Norge og Norden s. 92*(3)
Ecu som regne- og valutaenhet i EF s. 129*(4)

Kap 3 – Nytt sidan sist

- Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene s. 27*(1), 67*(2), 99*(3), 139*(4)

DEL B:

Signerte artikler (Alfabetisk etter forfatternavn)

- Erlandsen, Tom og Morten Jonassen*: Finansinstitusjonenes drift i 1990 s. 1 (1)
Flatraaker, Dag-Inge og Vigdis Husevåg: Norske banker i utlandet s. 117 (2)
Hansen, Svein Olav og Bjørn Wamli: Norske direkte investeringer i utlandet s. 167 (3)
Hansen, Svein Olav og Bjørn Wamli: Utenlandske direkte investeringer i Norge s. 232 (4)
Holmsen, Amund og Hans Petter Wilse: Endringer i Norges Banks ledende indikator s. 245 (4)

<i>Husevåg, Vigdis og Dag-Inge Flatraaker: Norske banker i utlandet</i>	s. 117 (2)
<i>Husevåg, Vigdis og Pål Winje: Renterisiko i finansinstitusjoner</i>	s. 251 (4)
<i>Johansen, Trond Munkeud: Valutastatistikken: Grunnlag for utenriksregnskapet og valutakontrollen</i>	s. 19 (1)
<i>Jonassen, Morten og Tom Erlandsen: Finansinstitusjonenes drift i 1990</i>	s. 1 (1)
<i>Karlsen, Harald og Knut Knutsen: Risikoklassifisering og engasjementskontroll</i>	s. 107 (2)
<i>Knutsen, Knut og Harald Karlsen: Risikoklassifisering og engasjementskontroll</i>	s. 107 (2)
<i>Lønning, Ingunn: Lånebetingelser i Det internasjonale Valutafondet (IMF)</i>	s. 173 (3)
<i>Qvigstad, Jan Fredrik: Finansielle tjenester, kapitalbevegelser og økonomisk-politisk samarbeid innenfor EØS-avtalen</i>	s. 237 (4)
<i>Skånland, Hermod: Policies in Relation to the Norwegian Banking sector</i>	s. 227 (4)
<i>Skånland, Hermod: Sentralbankens oppgaver i dag og i fremtiden</i>	s. 61 (2)
<i>Svor, Anders: Valutakursnoteringen på Oslo Børs er avvirket</i>	s. 184 (3)
<i>Tørring, Ingjerd: Bruk av seddelmønster i reklame</i>	s. 24 (1)
<i>Valseth, Siri: Innføring av valutakonvertibilitet i Sentral- og Øst-Europa</i>	s. 99 (2)
<i>Wamli, Bjørn og Svein Olav Hansen: Norske direkte investeringer i utlandet</i>	s. 167 (3)
<i>Wamli, Bjørn og Svein Olav Hansen: Utenlandske direkte investeringer i Norge</i>	s. 232 (4)
<i>Wilse, Hans Petter og Amund Holmsen: Endringer i Norges Banks ledende indikator</i>	s. 245 (4)
<i>Winje, Pål og Vigdis Husevåg: Renterisiko i finansinstitusjoner</i>	s. 251 (4)

Brev og uttalelser fra Norges Bank

Posttjenestenes framtidige rammevilkår. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 26 (1)
Beskatningen av formue — NOU 1991:17. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 188 (3)
Samordning av Postgiros og bankenes giroformidling. <i>Brev til Finansdepartementet og Samferdselsdepartementet</i>	s. 193 (3)
Rentevilkår for bankenes lån i Norges Bank. <i>Brev til Den norske Bankforening</i>	s. 196 (3)
Det økonomiske opplegget for 1992. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 264 (4)

Oversikter, kunngjøringer, tabeller mv.

Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1990	s. 73 (2)
Ny 500-kroneseddel	s. 71 (2)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 135 (2), 200 (3)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 33 (1), 137 (2), 201 (3), 269 (4)
Tabeller	s. 35 (1), 139 (2), 203 (3), 271 (4)
Organisasjonskart	s. 59 (1)
Organisasjonsstrukturen og virksomheten ved Norges Banks hovedkontor	s. 163 (3)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1990	s. 90 (2)
Underholdende jubileumsbok	s. 134 (2)
5-krone jubileumsmynt 1991	s. 133 (2)

TITTELREGISTER

Beskatningen av formue — NOU 1991:17. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 188 (3)
Bruk av seddelmønster i reklame. <i>Ingjerd Tørring</i>	s. 24 (1)
Ecu som regne- og valutaenhet i EF (<i>økonomisk oversikt — kap. 2</i>)	s. 129*(4)
En unødvendig byrde (<i>Leder</i>)	s. 77*(3)
Endringer i Norges Banks ledende indikator. <i>Amund Holmsen og Hans Petter Wilse</i>	s. 245 (4)
Finansielle tjenester, kapitalbevegelser og økonomisk-politisk samarbeid innenfor EØS-avtalen. <i>Jan Fredrik Qvigstad</i>	s. 237 (4)
Finansinstitusjonenes drift i 1990. <i>Tom Erlandsen og Morten Jonassen</i>	s. 1 (1)
Innføring av valutakonvertibilitet i Sentral- og Øst-Europa. <i>Siri Valseth</i>	s. 99 (2)
Kreditt- og likviditetsoversikt for året 1990	s. 73 (2)
Lånebetingelser i Det internasjonale Valutafondet (IMF). <i>Ingunn Lønning</i>	s. 173 (3)
Norske banker i utlandet. <i>Dag-Inge Flatraaker og Vigdis Husevåg</i>	s. 117 (2)
Norske direkte investeringer i utlandet. <i>Svein Olav Hansen og Bjørn Wamli</i>	s. 167 (3)
Ny 500-kroneseddel	s. 71 (2)
Nye arbeidsnotater fra Norges Bank	s. 135 (2), 200 (3)
Obligasjonsmarkedet i Norge (<i>økonomisk oversikt — kap. 2</i>)	s. 59*(2)
Organisasjonskart	s. 59 (1)
Organisasjonsstrukturen og virksomheten ved Norges Banks hovedkontor	s. 163 (3)
Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene	s. 33 (1), 137 (2), 201 (3), 269 (4)
Policies in Relation to the Norwegian Banking Sector. <i>Hermod Skånland</i>	s. 227 (4)
Posttjenestenes framtidige rammevilkår. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 26 (1)
Renterisiko i finansinstitusjoner. <i>Vigdis Husevåg og Pål Winje</i>	s. 251 (4)
Renteutviklingen i private finansinstitusjoner i 1990	s. 90 (2)
Rentevilkår for bankenes lån i Norges Bank. <i>Brev til Den norske Bankforening</i>	s. 196 (3)
Risikoklassifisering og engasjementskontroll. <i>Harald Karlsen og Knut Knutsen:</i>	s. 107 (2)
Samordning av Postgiros og bankenes giroformidling. <i>Brev til Finansdepartementet og Samferdselsdepartementet</i>	s. 193 (3)
Sentralbankens oppgaver i dag og i fremtiden. <i>Hermod Skånland</i>	s. 61 (2)
Tabeller	s. 35 (1), 139 (2), 203 (3), 271 (4)
Underholdende jubileumsbok	s. 134 (2)
Utenlandske direkte investeringer i Norge. <i>Svein Olav Hansen og Bjørn Wamli</i>	s. 232 (4)
Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene (<i>økonomisk oversikt — kap. 3</i>)	s. 27*(1), 67*(2), 99*(3), 139*(4)
Utviklingen mot økonomisk og monetær union innen EF (<i>økonomisk oversikt — kap. 2</i>)	s. 19*(1)
Utviklingstrekk i betalingsformidlingen i Norge og Norden (<i>økonomisk oversikt — kap. 2</i>)	s. 92*(3)
Valutakursnoteringen på Oslo Børs er avvirket. <i>Anders Svør</i>	s. 184 (3)
Valutastatistikken: Grunnlag for utenriksregnskapet og valutakontrollen. <i>Trond Munkerud Johansen</i>	s. 19 (1)
Det økonomiske opplegget for 1992. <i>Brev til Finansdepartementet</i>	s. 264 (4)
Økonomiske perspektiver (<i>sentralbanksjefens årstale</i>)	s. 1 (1)
Den økonomiske situasjonen (<i>økonomisk oversikt — kap 1</i>)	s. 3*(1), 37*(2), 78*(3), 108*(4)
5-krone jubileumsmynt 1991	s. 133 (2)

INNHold

Del A:

- 108* Økonomisk oversikt
108* Kap. 1. Den økonomiske situasjonen
129* Kap. 2. *Tema:* Ecu som regne- og valutaenhet i EF
139* Kap. 3. *Nytt sidan sist:* Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

Del B:

- 227 Policies in Relation to the Norwegian Banking Sector
Hermod Skånland
- 232 Utenlandske direkte investeringer i Norge
Svein Olav Hansen og Bjørn Wamli
- 237 Finansielle tjenester, kapitalbevegelser og økonomisk-politisk samarbeid innenfor EØS-avtalen
Jan Fredrik Qvigstad
- 245 Endringer i Norges Banks ledende indikator
Amund Holmsen og Hans Petter Wilse
- 251 Renterisiko i finansinstitusjoner
Vigdis Husevåg og Pål Winje
- 264 Det økonomiske opplegget for 1992
Brev til Finansdepartementet
- 269 Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene
- 271 Tabeller

Separat vedlegg: Norges Banks skriftserie nr. 19

Redaksjonen avsluttet:

- Del A: 25. november 1991
Del B: 25. november 1991
Tabellvedlegget: 15. november 1991

Økonomisk oversikt — kap. 1

Den økonomiske situasjonen

Utviklingen i norsk økonomi er i inneværende år blitt betydelig svakere enn Norges Bank la til grunn forrige gang vi la fram prognoser.

Den svake veksten skyldes først og fremst at privat innenlandsk etterspørsel er blitt lavere enn ventet. Privat konsum vil trolig ikke øke fra 1990 til 1991, selv om veksten i husholdningenes disponible realinntekt ser ut til å bli om lag 3 prosent. Husholdningene har valgt å spare fremfor å øke konsumet. I tillegg har bedriftenes investeringer i Fastlands-Norge fortsatt å falle.

Eksporten av tradisjonelle varer er også nedjustert som følge av økt konkurranse fra Sovjetunionen for viktige norske eksportvarer og fordi det ventede konjunkturomslaget internasjonalt er blitt svakere enn forutsatt. Verdien av oljeeksporten blir større enn ventet, og det samlede overskudd på driftsbalansen kan derfor komme opp i 44 milliarder kroner.

Tross høy offentlig etterspørsel, høyere oljeinvesteringer enn antatt og en nedjustering av importen indikerer det samlede etterspørselsbildet at veksten i BNP for Fastlands-Norge kan komme ned i 1/4 prosent. Utførte timeverk ventes å falle med 1 3/4 prosent i år.

Vekstanslagene for neste år er ikke vesentlig endret siden juni, men enkelte anslag er justert ned. Det er flere usikkerhetsmomenter knyttet til utviklingen i 1992. Vi har forutsatt at bedre internasjonale konjunkturer gir økt eksport av tradisjonelle varer, men det er usikkert hvor sterk den internasjonale oppgangen blir. Et annet usikkerhetsmoment er hvor langt husholdningene og bedriftene er kommet i sin finansielle konsolidering. Blant annet som følge av skattelettelse, vil husholdningene også neste år få en sterk vekst i realdisponible inntekter. Vi venter at husholdningene vil bruke en del av denne inntektsveksten til å øke forbruket samtidig som den finansielle konsolideringen fortsetter. Det ventes også svak oppgang i investeringene. Med de tiltak som nå er satt igang for å avhjelpe krisen i finansinstitusjonene, er faren for at situasjonen i bankene skal bremse investeringsveksten redusert. Det samlede etterspørselsbildet tilsier en vekst på om lag 2 prosent i Fastlands-Norge neste år og uendret arbeidskraftetterspørsel.

Den tradisjonelle varebalansen vil svekkes med 4 milliarder kroner. Forutsatt en oljepris på 131 kroner per fat neste år, ventes likevel et overskudd på driftsbalansen på 41 milliarder kroner.

Sterkere vekst internasjonalt neste år

Internasjonalt har forventningene om en forsterket konjunkturoppgang gjennom året foreløpig ikke slått til. Mens det ser ut til at veksten i første halvår både i Japan og Tyskland har vært vesentlig sterkere enn det Norges Bank la til grunn for prognose-

ne i juni, tyder den siste utviklingen på et markert omslag i annet halvår med utsikter til meget svak vekst i Japan og en liten nedgang i BNP i Tyskland. For de øvrige hovedlandene har utviklingen vært mer som ventet. Omslaget i Japan og Tyskland innebærer at oppgangen i OECD-området blir

svakere enn ventet i annet halvår. For 1991 som helhet er imidlertid anslaget for BNP-veksten justert noe opp som følge av utviklingen i første halvår. Dette har ikke slått ut i anslaget for Norges handelspartnere blant annet på grunn av den svake utviklingen i Finland.

Utsiktene for neste år er stort sett de samme som i juni. Lavere oljepriser har bidratt til moderat pris- og kostnadsvekst i de fleste industrilandene. Nominelle renter har falt, og usikkerheten knyttet til den politiske utviklingen internasjonalt er tilbake på et mer normalt nivå. Samlet sett tilsier dette at det er utsikter til en moderat oppgang neste år. Vi har imidlertid lagt til grunn at den svake veksten i Japan mot slutten av inneværende år vil fortsette inn i neste år, og vekstanslaget for Japan er derfor nedjustert til 2½ prosent. Anslaget for Danmark og Storbritannia er justert noe opp. Prognosen innebærer en tilnærming mellom hovedlandene slik at de neste år får en vekst i BNP på mellom 2 og 3 prosent mot en variasjon fra -2 til 4½ prosent i inneværende år.

Som det fremgår av tabell 1.1 venter vi at veksten i OECD-området øker fra 1¼ prosent i år til 2½ prosent neste år. For norsk eksport har det betydning at stagnasjonen i Sverige og Finland fortsetter. Utviklingen hos handelspartnerne blir derfor svakere enn i OECD-området, med en vekst på ½ prosent i år og 2 prosent neste år.

Det er betydelig usikkerhet med hensyn til den ventede oppgangen. Dette er særlig knyttet til usikkerhet omkring tolkningen av løpende indikatorer, som gjør det vanskelig å avgjøre om oppgangen virkelig er underveis og hvor sterk den eventuelt er. Oppgangen vil kunne dempes dersom privat sektor velger å spare en større del av inntektene enn forutsatt, slik at konsum- og investeringsetterspørselen blir lavere enn lagt til grunn.

I USA er det flere indikasjoner på at bunnen i konjunkturedgangen er passert.

Tabell 1.1. *Bruttonasjonalprodukt og konsumpriser i utvalgte land. Prosentvis endring fra foregående år*

	BNP i faste priser			Konsumpriser		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992
USA	1,0	¼	3	5,4	4	3¼
Japan	5,6	4½	2½	3,1	2¼	2
Tyskland						
(vest)	4,5	3½	2	2,7	3½	3¼
Sverige	0,3	-1¼	½	10,5	10	3½
Danmark	2,1	1½	2½	2,7	2¼	3
Finland	0,4	-5	0	5,9	4	4
Storbritannia	0,8	-2	2	9,5	6¼	4
OECD totalt	2,6	1¼	2½	4,9	4½	3¼
Norges handelspartnere	2,3	½	2	5,6	5	3½

Kilde: OECD, IMF og Norges Bank.

BNP-veksten var i tredje kvartal 2,4 prosent målt som årlig rate etter å ha vært negativ de tre foregående kvartaler, og industriproduksjonen har steget kontinuerlig siden mars. Både indeksen for såkalt «Consumer confidence» og ledende indikatorer har vist klar oppgang siden årsskiftet. De siste månedene har imidlertid disse indeksene vist svakere utvikling. De fleste indikatorene viste svak utvikling i september og oktober. Investeringsetterspørselen og det private konsum — herunder bilsalget — har utviklet seg betydelig svakere enn i tidligere konjunkturoppganger. Det er derfor usikkert om veksten blir så sterk som vi har forutsatt i annet halvår. En kan heller ikke helt utelukke muligheten av en ny resesjon.

I Japan er det nå klare tegn til avmatning i økonomien. Veksten i privat konsum har i løpet av tredje kvartal stagnert, og også investeringene viser avtagende vekst. Prisfall på fast eiendom og fall i aksjekursene har trolig bidratt til svak innenlandsk etterspørsel. Eksportveksten er imidlertid fortsatt sterk.

Også i Tyskland ser en nå tegn til redusert vekst. I annet og tredje kvartal har både

industriproduksjonen og ordretilgangen til industrien vært fallende. I høstrapporten til de fem store økonomiske instituttene er det særlig to problemområder som fremheves: budsjettunderskuddet og lønnsutviklingen. Kapasitetsutnyttelsen i vestlige deler av Tyskland har i 1990 og begynnelsen av 1991 vært høy, og lønnsutviklingen så sterk at en videreføring av den vil kunne utgjøre en inflasjonstrussel. Etter at BNP i de østlige deler av landet falt i fjor og i år, er det nå utsikter til vekst neste år. Veksten skyldes imidlertid i stor grad statlige overføringer. Lønnsveksten i østlige deler av Tyskland har vært så sterk at den trolig vil hemme den økonomiske gjenoppbygging. Konsekvensen av dette kan bli et mer langvarig behov for overføringer fra vest til øst. Både finansieringen av underskuddet og lønnsutviklingen har bidratt til å holde rentenivået i Tyskland høyt.

Konjunkturedgangen i Storbritannia har vært enda sterkere enn i USA. Den britiske økonomien var overopphetet i perioden 1987-89, og en omfattende snuoperasjon med høye renter og andre etterspørselsbegrensende tiltak var nødvendig. Siden ERM-tilknytningen har imidlertid rentenedgangen vært sterkere i Storbritannia enn i noe annet G-7 land, samtidig som tolv månedersraten for veksten i konsumprisene har avtatt markert. Det er grunn til å anta at disse faktorene vil bidra til å stimulere den økonomiske aktiviteten. Foreløpig er det imidlertid vanskelig å fastslå om bunnen er passert.

Av de nordiske land er både Sverige og Finland inne i en klar nedgangsfase. For Finlands vedkommende ventes BNP å falle med 5 prosent i år. Flere faktorer forklarer den svake utviklingen. Svak etterspørsel fra utlandet, blant annet som følge av Sovjets reduserte importevne, og en konjunkturfølsom eksportstruktur, har svekket utenriksøkonomien. Sovjetsamveldet, som i 1990 avtok 13 prosent av Finlands eksport, ventes å redusere sine kjøp med 3/4 i år, og Finlands samlede eksportnedgang (målt i

volum) ventes å bli 7 prosent. En relativt ekspansiv finanspolitikk og en betydelig kreditt ekspansjon har de senere årene bidratt til et høyt innenlandsk forbruk og svekket konkurranseevne. Industriens andel av totalproduksjonen i Finland har sunket kraftig de senere år, og investeringene har vært lave. Gjenoppretelse av balansen i økonomien vil kreve omfattende tiltak både for å redusere budsjettunderskuddet og for å redusere kostnadsveksten. Bunnen vil trolig bli passert i løpet av 1992.

Spekulasjoner om at de finske problemene ville føre til devaluering av den finske marken førte til betydelig valutautgang fra månedsskiftet oktober/november. Den 14. november valgte myndighetene midlertidig å suspendere tilknytningen til ecu, og la verdien av marken bestemmes av markedet. Allerede dagen etter ble marken igjen knyttet til ecu med en sentralkurs som innebar devaluering på 12,3 prosent i forhold til ecu.

Med unntak av Sovjethandelen er svensk økonomi rammet av flere av de samme forhold som finsk økonomi. Den økonomiske nedgangen i Sverige ventes imidlertid å bli langt svakere enn i Finland, med en nedgang i BNP på 1¼ prosent i år og svak vekst neste år.

Økonomien i Sverige har vært preget av en lønns- og prisstigning som har vært sterkere enn i de viktigste konkurrentlandene. Konsumprisstigningen var på hele 10,5 prosent i fjor, og den ventes å bli 10 prosent i år. Den underliggende inflasjonen har imidlertid vært meget lav de siste seks månedene. Ved årsskiftet vil effekten av skatteomleggingen være uttømt, slik at inflasjonen målt ved tolv månedersraten neste år antas å bli blant de laveste i OECD-området.

Foreløpig synes situasjonen å ha flere likheter med utviklingen i Fastlands-Norge. Husholdningene reduserer sitt konsum og nedbetaler gjeld, samtidig som investeringsetterspørselen er lav. Etter at også Sverige i år knyttet sin valuta til ecu, har rentene

vist en fallende tendens, noe som etter hvert vil kunne stimulere investeringene.

Internasjonal valuta- og renteutvikling

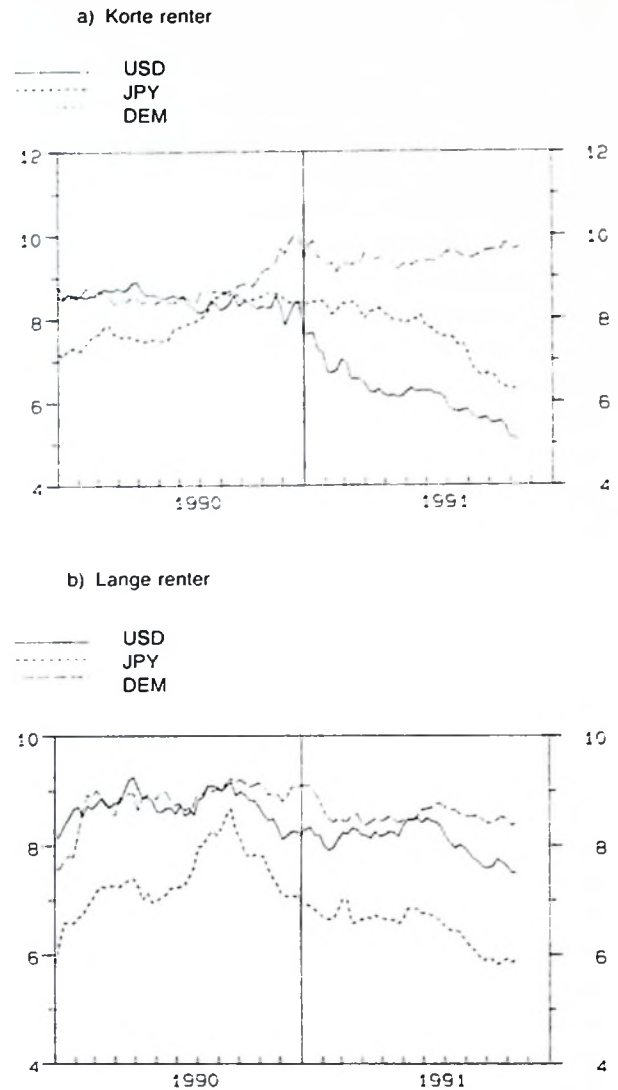
Siden kvartalsrapporten i september har de internasjonale renteforhold vært preget av forskjeller i konjunktursituasjonen. I USA ble signalrentene redusert 13. september og 6. november. Det har også vært lettelse i pengepolitikken i Japan. Frankrike satte ned signalrentene i midten av oktober, men lettelsene blir reversert i midten av november.

De korte pengemarkedsrentene har falt i de landene som har redusert signalrentene. Det har imidlertid vært en svak stigning i Tyskland og Storbritannia. Utviklingen har ført til at de korte rentene i Frankrike, Nederland og Danmark i perioder har ligget lavere enn det gulv en tradisjonelt har antatt ble dannet av det tyske rentenivået. Presset mot den finske valutaen har medført at de korte rentene i Finland økte fra om lag 12 prosent i begynnelsen av september til vel 18 prosent 14. november. Etter devalueringen er disse rentene redusert 4-5 prosentpoeng.

Det markerte fallet i oljeprisene og fallende vekstrater internasjonalt har ført til forventninger om avtagende inflasjonspress og dermed til lavere langsiktige renter i alle større industriland. Fallet har vært mest markert i USA og Japan.

Amerikanske dollar (USD) har fortsatt å svekke seg mot de øvrige hovedvalutaene. Dollaren har svekket seg vel 8 prosent mot tyske mark (DEM) siden begynnelsen av september og 13 prosent siden toppnivået i juli. USD er imidlertid fortsatt 10 prosent sterkere enn i begynnelsen av februar, da kursforholdet mellom de to valutaene var 1,45 DEM pr USD. Siden kvartalsrapporten i september har de øvrige hovedvalutaene vært forholdsvis stabile målt i forhold til DEM.

Figur 1.1. Renteutviklingen for hovedvalutaene



I løpet av 1990 steg den effektive tremånedersrenten i Tyskland og Japan, mens utviklingen i USA var relativt stabil. Så langt i år har de korte rentene falt 2½ prosent i USA og 2 prosent i Japan, mens renten i Tyskland er den samme som ved inngangen av året. Dette har ført til at de korte rentene i USA nå er 4¼ prosentpoeng lavere enn i Tyskland. Forskjellene er mindre for de lange rentene. Disse har falt i alle de tre landene i 1991, mest i Japan med 1¼ prosentpoeng, og minst i Tyskland med vel ½ prosentpoeng.

Kilde: Norges Bank

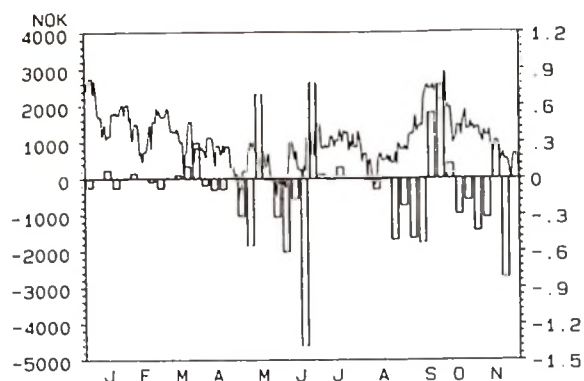
Norsk økonomi

Heving av dagslånsrenten stabiliserte valutamarkedet

Kronekursen var under press den siste uken i august. Presset vedvarte fram til økningen i D-lånsrenten 19. september. Norges Bank intervenerte daglig for å motvirke en for sterk svekkelse av kronekursen i denne perioden. Intervensjonene i valutamarkedet medførte en strammere likviditetssituasjon. I tillegg foretok Norges Bank markedsoperasjoner for å stabilisere valutamarkedet ved hjelp av høyere rente. Men til tross for dette holdt pengemarkedsrentene seg relativt stabile i første halvdel av september. Ecurentene falt imidlertid i samme periode, slik at rentedifferansen mellom norske kroner og ecu økte. Fra midten av september ble likviditetssituasjonen oppfattet som strammere, og de norske pengemarkedsrentene steg. Økningen i de norske rentene førte til en ytterligere økning i rentedifferansen overfor ecu. Selv med en stadig stigende rentedifferanse vedvarte presset på kronen. Det avtok først etter at D-lånsrenten ble hevet fra 9,5 prosent til 10,0 prosent 19. september. Fra uroen i valutamarkedet startet i slutten av august og fram til D-lånsrenten ble hevet, økte rentedifferansen overfor teoretisk ecu fra 0,2 prosentpoeng til 0,8 prosentpoeng. De effektive rentene på innenlandske tremånedersplasseringer økte i samme periode fra 10,8 prosent til 11,3 prosent. Norges Bank solgte valuta motsvarende 6,2 milliarder kroner for å støtte kronekursen i løpet av denne perioden.

Etter at dagslånsrenten ble hevet, styrket kronen seg. Norges Bank kjøpte tilbake valuta for 4,3 milliarder kroner i løpet av de to påfølgende ukene. Rentedifferansen ble redusert til 0,4 prosentpoeng. I de siste ukene av oktober og fram til midten av november falt rentedifferansen til 0,2 prosentpoeng. Valutamarkedet var relativt stabilt, men med noe tegn til press på kronen i oktober. Det norske valutamarkedet var også

Figur 1.2. Rentedifferanse og Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet



Kurven viser utviklingen i rentedifferansen overfor teoretisk ecu (høyre skala). soylene viser kjøp (+) / salg (-) av valuta per uke målt i millioner NOK (venstre skala).

Det var press på kronen fra siste uke av august og i første del av september. Norges Bank støttet kronen ved salg av valuta og rentedifferansen økte. Presset på kronen avtok da dagslånsrenten ble hevet 19. september. Etter dette har rentedifferansen blitt redusert og Norges Bank har kunnet kjøpe tilbake en del valuta. Fra siste uken av august og fram til midten av november har Norges Bank netto solgt valuta for 4,3 milliarder kroner.

Kilde: Norges Bank.

stabilt i perioden med valutauro i Finland. I perioden fra kronekursen kom under press i slutten av august og fram til midten av november har Norges Bank netto solgt valuta for 4,3 milliarder kroner.

Devalueringen av finske mark og svekkelsen av amerikanske dollar i forhold til ecu-valutaene siden begynnelsen av september har ført til at også norske kroner har appresiert overfor disse valutaene. Den effektive kronekursen, målt ved konkurransekursindeksen, er dermed blitt styrket med 1,8 prosent fra begynnelsen av september til 20. november. Sammenliknet med nivået ved ecu-tilknytningen i oktober 1990, er den effektive kronekursen svekket med 1,2 prosent.

Svak nedgang i utlånsrentene

Til tross for en viss økning i pengemarkedsrentene ble de private bankenes renter på innskudd og utlån redusert i tredje kvartal 1991. Renten på utlån, eksklusive nullstilte lån, ble redusert med om lag 0,2 prosentpoeng til 14,4 prosent i løpet av tredje kvartal. Renten på utlån i alt ble redusert fra 13,9 prosent til 13,7 prosent, mens den gjennomsnittlige innskuddsrenten ble redusert med 0,1 prosentpoeng til 8,5 prosent. Bankenes rentemargin ble således redusert med 0,1 prosentpoeng i løpet av tredje kvartal 1991.

Livsforsikringsselskapenes og kredittforetakenes gjennomsnittlige rente på utlån gikk ned henholdsvis 0,3 og 0,1 prosentpoeng i løpet av tredje kvartal.

Svake resultater i bankene, men bedring for kredittfortak og finansieringsselskap

Både forretningsbankene og de 25 største sparebankene hadde negativt driftsresultat etter tap i annet tertial 1991.

I forretningsbankene var driftsoverskuddet før tap 0,9 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital (GFK). Det er en svekkelse på 0,1 prosent av GFK i forhold til første tertial. Svekkelsen skyldes i hovedsak en økning i driftskostnadene, noe som blant annet kan ha sammenheng med at nedjustering av verdien på egne anleggsmidler, herunder eiendom, slår ut i driftskostnadene. I perioden er personalkostnadene noe redusert målt som andel av GFK. Bokførte tap på utlån og garantier økte svakt, fra 2,1 prosent av GFK i første tertial til 2,2 prosent av GFK i annet tertial. Forretningsbankenes driftsresultat etter tap var -1,3 prosent av GFK i annet tertial, mot -1,1 i første tertial.

I løpet av året er det innført en strengere tapsvurdering, som gjør det vanskelig å få fram den underliggende utviklingen i tapene. De største forretningsbankene er gått over til kvartalsvis rapportering. Deres

bokførte tap i tredje kvartal 1991 var betydelig høyere enn det tapstallene for annet tertial indikerer. Dette avviket skyldes at tapstallene i de største forretningsbankene for tredje kvartal var basert på en mer omfattende gjennomgang av utlåns- og eiendomsmassen. Denne gjennomgangen var ikke fullført før tertialtallene ble lagt fram.

Også sparebankenes driftsresultat før tap ble svekket noe fra første til annet tertial. I tillegg førte en økning i bokførte tap på 0,9 prosent av GFK til en betydelig svekkelse av driftsresultatet etter tap. Sparebankenes driftsresultat etter tap var i annet tertial -1,1 prosent av GFK, mot -0,1 prosent av GFK i første tertial.

Bankenes svake økonomiske stilling medførte at verken deres egne sikringsfond eller Statens Banksikringsfond hadde ressurser til å opprettholde tilstrekkelig egenkapital og dermed tilfredsstille de fastsatte kapitaldekningskrav. Det er redegjort for de tiltak myndighetene har gjennomført for å avhjelpe problemene i ramme 1.1

Både kredittfortakene og de syv største finansieringsselskapene har snudd de negative driftsresultatene etter tap fra 1990 til et positivt resultat i annet tertial 1991. Deres driftsresultat etter tap var på henholdsvis 0,3 prosent og 0,6 prosent av GFK i annet tertial 1991.

Private og kommuners finansielle konsolidering fortsetter

Tolv månedersveksten i pengemengden var 9,8 prosent ved utgangen av september, mot 2,4 prosent måneden før. Den høye tolv månedersveksten i september skyldes frigivelsen av SMS-midlene. Innskudd på SMS-konti ble, på grunn av de bindinger det var på disse innskuddene, ikke regnet som så likvide at de var inkludert i pengemengden. Etter frigivelsen av SMS-midlene fra 16. september vil innstående på disse konti bli betraktet på lik linje med andre innskudd fra husholdningsektoren og dermed inngå i pengemengden. Gjenstående SMS-konti

Ramme 1.1: Tiltak overfor bankene

Som følge av store tap på utlån, lav inntjening og et sterkt fall i eiendomsprisene har bankenes økonomiske stilling blitt sterkt svekket de senere årene. Det ble etter hvert klart at bankenes egne sikringsfond ikke hadde tilstrekkelige finansielle ressurser til å sikre tilliten til det finansielle system. Myndighetene opprettet derfor Statens Banksikringsfond (SBSF) i mars. SBSF fikk en kapital på 5 milliarder kroner. Utviklingen senere har gjort det nødvendig med ytterligere støtte og tiltak fra statens side. På bakgrunn av dette gjennomfører myndighetene nå følgende tiltak:

- SBSF får tilført ytterligere 6 milliarder kroner og adgang til å investere direkte i aksjer i bankene.
- Det opprettes et statlig investeringsselskap som kan kjøpe aksjer og grunnfondsbevis i forretnings- og sparebanker. Dette fondet tilføres 4,5 milliarder kroner som lån fra staten.

- Sparebankenes sikringsfond får et direkte tilskudd fra staten på 1,0 milliarder kroner.
- Bankenes innbetalinger til sikringsfondene i 1992 reduseres med 0,4 milliarder kroner i forhold til 1991.
- En del av bankenes lån i Norges Bank erstattes med en innskuddsordning som vil redusere bankenes rentekostnader med om lag 1,1 milliarder kroner på årsbasis.
- Bankenes likviditetskrav er dessuten satt ned fra 8 prosent til 6 prosent. Dette tiltaket vil bidra til å styrke bankenes driftsøkonomi med 0,1 milliarder kroner.

Disse tiltakene innebærer et økt finansieringsbehov for staten på 11,5 milliarder kroner i 1991 i tillegg til de 5 milliarder SBSF allerede er tilført. Videre innebærer tiltakene en direkte styrking av bankenes driftsøkonomi på 1,6 milliarder kroner i 1992.

stod for om lag 4,5 prosent av tolv månedersveksten i pengemengden i september.

I løpet av september ble inntestående på SMS-konti redusert fra 30 milliarder kroner til 22 milliarder kroner. Det er ikke mulig å fastslå hvor mye av denne nedgangen som skyldes at pengene er flyttet til andre innskuddskonti. Vi kan derfor ikke korrigere pengemengdeveksten i september for virkningen av at SMS-ordningen opphørte.

Veksten i innenlandsk kreditt fortsetter å falle. Ved utgangen av september var tolv månedersveksten 0,1 prosent, mot 0,5 prosent måneden før. En del av nedgangen i inntestående på SMS-konti i september skyldes trolig nedbetaling av gjeld. På bakgrunn av det tilgjengelige datamaterialet kan vi imidlertid ikke si noe om hvordan opphevelsen av SMS-ordningen har påvirket kredittveksten i september.

Tolv månedersveksten i private og kom-

muners bruttogjeld til utlandet har falt fra 5,5 prosent i januar til -1,4 prosent ved utgangen av august. Det er spesielt veksten i valutalån formidlet gjennom innenlandske finansinstitusjoner som har vist en markert nedgang i løpet av året. Eksklusive disse lånene var tolv månedersveksten i bruttogjeld til utlandet 3,0 prosent ved utgangen av august.

Som det fremgår av tabell 1.2 har private og kommuner redusert sin bruttogjeld eksklusive kapitalinnskudd og skattekreditter med 9 milliarder kroner i løpet av de tre første kvartalene i 1991. I den samme perioden økte deres bruttofordringer med 32 milliarder kroner. Om lag 70 prosent av dette var økte fordringer overfor utlandet. Totalt reduserte private og kommuner sin nettogjeld eksklusive kapitalinnskudd og skattekreditter med 41 milliarder kroner i løpet av årets tre første kvartaler.

Tabell 1.2. Endring i private og kommuners finansielle fordringer og gjeld, milliarder kroner, korrigerede tall¹⁾

	1987	1988	1989	1990	1-3kv. 1990	1-3kv. 1991
1 Økning i fordringer	92	59	61	72	47	32
1.1 Innenlandske fordringer (Likvide fordringer, sertifikater, obligasjoner, forsikringskrav mv.)	63	41	41	34	16	10
1.2 Fordringer på utlandet	29	18	20	38	31	22
2 Økning i gjeld	163	107	94	61	..	..
2.1 Innenlandsk kreditttilførsel	113	65	52	37	26	-6
2.2 Gjeld til utlandet	31	29	32	18	18	-3
2.3 Statlig kapitalinnskudd i forretningsdriften	13	9	5	3	..	..
2.4 Skattekreditter	6	4	5	3	..	..
3 Økning i gjeld eksklusive kapitalinnskudd og skattekreditter	144	94	84	55	44	-9
4 Nettogjeldsøkning (1-2)	71	48	33	-11	..	..
5 Nettogjeldsøkning eksklusive kapitalinnskudd og skattekreditter (1-3)	52	35	23	-17	-3	-41

¹⁾ Omfatter private foretak inklusiv olje og sjøfart, husholdninger, kommuner og kommuneforetak. Anslagene er dels basert på tall fra kredittmarkedsstatistikken, utenriksregnskap mv. og dels på anslag laget i Norges Bank. Både fordringer og gjeld er korrigeret for ulike former for utlansavlastninger. Det må understrekes at anslagene er beheftet med betydelig usikkerhet.

Fall i innenlandsk etterspørsel og lav produksjonsvekst i år

Utviklingen i inneværende år er blitt betydelig svakere enn vi la til grunn i Penger og Kreditt nr 2/1991. Årsaken er først og fremst lavere privat innenlandsk etterspørsel. Privat konsum vil trolig ikke øke fra 1990 til 1991, selv om husholdningenes inntekter har økt relativt sterk. Samtidig fortsetter private investeringer i Fastlands-Norge å falle. Dessuten har viktige norske eksportvarer tapt markedsandeler på grunn av økt konkurranse fra Sovjetunionen. Høy offentlig etterspørsel og høyere oljeinvesteringer enn ventet har i noen grad dempet utslaget på produksjon og sysselsetting. I forhold til Penger og Kreditt 2/91 har vi likevel nedjustert anslaget for BNP-veksten i Fastlands-Norge fra 1½ til ¼ prosent. Utførte timeverk ventes å gå ned med 1¾ prosent i år. På grunn av fortsatt fall i arbeidsstyrken og redusert gjennomsnittlig arbeidstid øker ledigheten mindre enn reduksjonen i timeverkene skulle tilsi.

Tabell 1.3. Tilgang og bruk av varer og tjenester. Prosentvis volumendring fra foregående år

	1990	1991	1992
Privat konsum	2,6	-¼	2½
Offentlig konsum	2,3	2¼	1¼
Realinvesteringer, Fastlands-Norge	-9,8	-6½	3¼
Pålopte oljeinvesteringer	-20,2	33	-½
Innenlandsk anvendelse	-0,6	-1¼	2¼
Herav: Fastlands-Norge ¹⁾	2,6	-1½	2¼
Eksport	7,8	6¼	2¼
Olje og gass	1,8	18	3½
Andre varer	8,7	-¼	4½
Import	2,6	-2½	3
Andre varer	9,5	-¼	3½
BNP	1,8	2½	2
BNP, Fastlands-Norge	0,7	¼	2
Bruttoprodukt industri	0,3	0	1½
<i>Memo:</i>			
Utførte timeverk, Fastlands-Norge	-1,5	-1¼	0
Sysselsatte personer	-0,7	-1	¼
Driftsbalanse, milliarder kroner	22,6	44	41
Konsumpriser, årsgjennomsnitt	4,1	3½	3½

¹⁾ Inklusive lagerinvesteringer, men utenom lagerinvesteringer i plattformen under arbeid.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Ramme 1.2: Makroøkonomiske virkninger av tiltakene overfor bankene

I løpet av høsten ble det klart at enkelte store norske banker ikke var i stand til å oppfylle de lovbestemte kravene til egenkapitaldekning. Bankenes egne sikringsfond var sterkt økonomisk svekket og hadde ikke mulighet til å tilføre den nødvendige kapital. Heller ikke Statens Banksikringsfond var blitt tilført tilstrekkelig med midler. Den økonomisk svake situasjonen i bankene gjorde at det heller ikke var mulig for bankene å få ansvarlig kapital fra private investorer. Myndighetene måtte dermed enten sette bankene under offentlig administrasjon og avvikle driften, eller sikre videre drift gjennom tilførsel av ansvarlig kapital.

En offentlig administrert avvikling av en bank innebærer blant annet at alle bankens fordringer kan innkreves. Bankens lånekunder må dermed refinansiere sine lån i andre finansinstitusjoner. Som følge av fallet i eiendomsprisene de siste årene ville bankenes kunder få problemer med en refinansiering. De kriserammede bankenes informasjon om sine kunder vil antakelig ikke uten videre bli overført til andre finansinstitusjoner. Også kredittverdige bedrifter og husholdninger kan dermed få problemer med refinansiering. Lån som ikke blir refinansiert vil bli avviklet gjennom salg av eiendom og realkapital. Ved avvikling av en stor bank vil salg av eiendom kunne bli så stort at også andre aktører som sitter med eiendom eller sikkerhet i eiendom, vil bli påført tap gjennom fall i eiendomsprisene. Krisen i en stor finansinstitusjon vil dermed spres til andre finansinstitusjoner gjennom fall i eiendomsprisene. Nedgang i boligformuen vil også kunne redusere privat konsum.

Krise i en bank ville også spres til andre finansinstitusjoner gjennom deres mellom-

værende med banken. Denne virkningen vil være desto sterkere jo større banken er. En krise i hele det finansielle systemet betyr at både betalingsformidling og kredittformidling ville bryte sammen.

En svikt i tillit til den norske banknæringen generelt kan også skape alvorlige forstyrrelser i valutamarkedet. Norske bankers bruttogjeld til utlandet er i dag på 120 milliarder kroner. Dersom utenlandske finansinstitusjoner ikke lenger er villige til å plassere innskudd i norske banker, ville valutautgangen gi press på kronekursen. For å hindre en svekkelse av kronen ville de innenlandske rentene måtte stige.

På bakgrunn av store og til dels uoversiktlige konsekvensene av et sammenbrudd i den finansielle sektoren, valgte staten å sikre den videre drift av krisebankene. Den viktigste makroøkonomiske virkningen av tiltakene overfor bankene kan dermed sies å være at det finansielle systemet fortsetter å fungere tilfredsstillende.

Vi kjenner foreløpig ikke til det totale omfanget av myndighetenes direkte kostnader i forbindelse med bankkrisen. De vil blant annet avhenge av hvor store inntektene til statens bankinvesteringsfond og SBSF blir, og hvor lenge ordningen med grunninnskudd fra Norges Bank opprettholdes.

Statens overføring til SBSF og lån til investeringsfondet vil i første omgang bare slå ut i en omplassering av statens innskudd i Norges Bank fra en konto til en annen. Utbetaling fra disse fondene direkte til bankene eller til de to bankgruppens sikringsfond, som videreplasserer midlene i bankene, vil bli motsvart av en nedgang i bankenes lån i Norges Bank. For å unngå fall i pengemarkedsrentene med påfølgende uro i valutamarkedet, vil bankenes låneadgang i sentralbanken reduseres i takt med utbetalingene fra de of-

Oljeproduksjonen ser ut til å bli en del høyere enn tidligere forutsatt. Dette, sammen med svak import, fører til en vesentlig større økning i driftsoverskuddet enn tidligere antatt. Overskuddet anslås nå til 44 milliarder kroner.

Ny vekst i 1992, men mange usikkerhetsmomenter

Vekstanslagene for neste år er ikke vesentlig endret. Både det private konsumet og investeringene i Fastlands-Norge ventes å øke.

fentlige fondene. Det kan dermed sies at finansiering som før ble gitt som lån fra Norges Bank, blir erstattet med lån fra statlige fond eller statlig aksjekapital. En eventuell avkastning på statens bankinvesteringsfond og SBSF kan senere bli tilbakeført til statskassen.

De foreslåtte tiltakene innebærer en inntektsoverføring fra sentralmyndighetene til banksektoren. Det er foreslått at sparebankenes sikringsfond bevilges 1 milliard kroner over statsbudsjettet i 1991. Norges Banks nye innskuddsordning vil innebære en årlig inntektsoverføring på om lag 1,1 milliard kroner. I tillegg kommer subsidier i form av billig tilførsel til bankenes egenkapital gjennom SBSF og statens bankinvesteringsfond.

Bankenes driftsøkonomi vil også bli styrket ved at medlemsavgiften til de private sikringsfondene reduseres og ved lavere krav til likviditetsreserver. Styrket tillit til det norske finansielle systemet vil lette bankenes tilgang på privat finansiering samtidig som det også kan slå ut i lavere finansieringskostnader og dermed bidra til bedret inntjening. Inntektsoverføringene fra sentralmyndighetene til bankene sammen med noe bedret driftsøkonomi vil likevel neppe gi noen stor ekspansiv effekt i økonomien ut over det å bedre soliditeteten i finansnæringen. En betydelig del av subsidiene vil bli tilført banker som har fått støtte fra SBSF. Når Statens Banksikringsfond gjør en avtale om støttelån med et privat sikringsfond, stilles det vilkår til den banken som får tilført preferansekapital. Avtalene innebærer ofte krav om kostnadsreduksjoner og at banken må søke å redusere (det risikøvide) beregningsgrunnlaget for kravet til ansvarlig kapital. Det er grunn til å tro at også mange andre banker har et behov for å konsolidere driften fremfor å benytte de økte inntekter til å øke sine utgifter.

Som følge av problemene i finanssektoren kan det ha blitt vanskeligere å oppnå lån i bankene. Bedret soliditet, både som følge av at inntjeningen bedres og fordi en del banker vil bli tilført ansvarlig kapital direkte, kan bidra til at bankene i større grad har mulighet til å gi nye lån slik at risikoen for omfattende svikt i tilbudet av kreditt, en såkalt «kredittskvis», er redusert. Dette reduserer faren for at svikt i kreditttilgangen begrenser den ventede oppgangen i økonomien.

Tiltak av en slik størrelsesorden som det her er tale om, vil nødvendigvis måtte få en del uheldige effekter. Den statsfinansielle belastningen er betydelig på kort sikt. En eventuell avkastning på kapitalen i statens bankinvesteringsfond og SBSF kan imidlertid senere motvirke denne svekkelsen. Subsidier til banksystemet vil gi konkurransevridding i forhold til andre finansinstitusjoner. Støtte til enkeltbanker kan også gi konkurransevridding mellom banker. Videre kan tiltakene for å bedre inntjeningen i banknæringen generelt, bidra til å øke problemene i de bankene som er svekket etter bankkrisen, ved at solide banker som får tilført subsidier vil få økonomisk styrke til å ekspandere mer enn de ellers ville ha gjort. Dette kan de oppnå ved å redusere rentemarginen for å trekke til seg nye kunder. Dersom dette resulterer i en reduksjon i rentemarginen i banksektoren totalt sett, vil inntjeningen i banker som ikke har anledning til å ekspandere, kunne bli redusert.

De eventuelle uheldige virkningene av tiltakene må sees i sammenheng med den krisen i finansiell sektor som er avverget gjennom tiltakene. En virkelig finansiell krise ville omfattet hele den finansielle sektor, også de institusjoner som i utgangspunktet ikke hadde soliditetsproblemer og som ikke har fått støtte.

Unntaket er påløpte oljeinvesteringer der det ventede, høye nivået neste år nås allerede i inneværende år. Bedrede internasjonale konjunkturer ventes også å gi økt eksport av tradisjonelle varer. Sammen med høy offentlig etterspørsel gir dette vekst i produk-

sjonen i Fastlands-Norge neste år. Usikkerheten er imidlertid betydelig, både når det gjelder den ventede internasjonale oppgangen og utviklingen i privat konsum og investering. De tiltakene som er gjennomført overfor bankene, kan bidra til at bankene i

større grad har mulighet til å gi nye lån, slik at risikoen for omfattende svikt i tilbudet av kapital, en såkalt kredittskvis, er redusert. Dette reduserer faren for at situasjonen i bankene skal begrense den ventede oppgangen, jf ramme 1.2. Veksten i Fastlands-Norge ventes å bli 2 prosent. Det ventes at produktiviteten bedres tilsvarende slik at nedgangen i timeverkene stanser opp. Forutsatt at tendensen til reduksjon i arbeidstiden fortsetter, kan sysselsettingen dermed øke svakt.

Oljeproduksjonen ventes neste år videreført på et noe høyere nivå enn i år. Med uendret oljepris bidrar dette til et overskudd på driftsbalansen på 41 milliarder kroner i 1992 selv om underskuddet på den tradisjonelle varebalansen ventes å øke fra 38 milliarder kroner i år til 42 milliarder kroner neste år.

Økt privat konsum eller fortsatt finansiell konsolidering?

Privat konsum tok til å vokse i 1989 etter å ha falt kraftig fra slutten av 1987. Denne veksten stoppet opp mot slutten av 1990. Selv om forbruket falt i fjerde kvartal i fjor, førte sterk vekst i de foregående tre kvartaler til en årsvekst på 2,6 prosent i 1990. Fallet i det private forbruket har fortsatt inn i årets to første kvartaler. I juni anslo Norges Bank veksten i privat konsum i inneværende år til bare 1 prosent, men utviklingen etter dette kan tyde på en liten nedgang i forbruket. Sesongjustert var privat konsum 1 prosent lavere i første halvår enn i 1990 sett under ett. Vi legger til grunn at fortsatt sterk inntektsvekst, avklaring av bilbeskatningen og frigivelsen av SMS-midlene i september vil bidra til noe vekst i konsumet i annet halvår. Dette indikerer også Norges Banks varekonsumindikator, som økte med vel 2 prosent fra annet til tredje kvartal.

Husholdningenes realdisponible inntekter ventes i år å øke med om lag 3 prosent. Anslaget er nedjustert ½ prosentpoeng fra juni som følge av redusert sysselsetting.

Spareraten vil dermed øke med 3 prosentpoeng til 5 prosent i år. Vi venter fortsatt fall i boliginvesteringene slik at finansinvesteringene øker sterkere enn samlet sparing. Husholdningenes realinvesteringer, slik de er målt i nasjonalregnskapet, er nå så lave at deres realkapitalbeholdning reduseres.

Inntektsveksten antas å bli noe sterkere neste år, om lag 3¼ prosent. Til tross for at fall i sysselsettingen i fjor og inneværende år fører til at lønnsinntektene for husholdningene samlet ikke øker reelt, blir husholdningenes inntektsøkning i treårsperioden 1990-92 svært høy sammenliknet med tidligere år. Det er særlig stønader fra det offentlige, og til dels skattelette, som gir realinntektsvekst i samtlige år. Etter hvert som de høye finansinvesteringene øker husholdningenes netto finansformue, bidrar også lavere netto renteutgifter i økende grad til inntektsveksten.

Selv om den sterke inntektsveksten isolert sett bidrar til økt konsum, kan husholdningene velge å spare en vesentlig del av inntektsøkningen. Flere faktorer tilsier at en ikke kan utelukke at husholdningene fortsatt velger å bygge opp finansielle fordringer på bekostning av konsumet:

- Skattereformen gjør det mindre attraktivt å sitte med gjeld fordi skattefradraget for gjeldsrenter reduseres. Denne endringen i skattesystemet har vært kjent lenge, men vi vet ikke i hvilken grad husholdningene har tilpasset sparingen til dette. Med den sterke økningen i realrenten etter skatt kan det fortsatt være rom for økning av spereraten. Skattereformen vil også kunne bidra til et skifte i sparingen fra real- til finansinvesteringer. Når husholdningene ønsker å bygge opp større finansielle nettofordringer, vil finansinvesteringene kunne bli meget høye i en overgangsperiode.
- Ved prisfall på boliger er det sannsynlig at husholdningene øker sparingen for å kompensere for den formuesreduksjonen som følger av lavere boligpriser.

Tabell 1.4. Husholdningenes tilpasning

	1989	1990	1991	1992
<i>Prosentvis vekst i:</i>				
Privat konsum	2,6	2,6	-¼	2½
Disponibel realinntekt	0,7	3,7	3	3¼
Bidrag fra:				
– reallønn	-2,6	0,1	-¼	0
– stønader fra det offentlige	2,7	1,8	2¼	1¼
– skatter	1,3	0,7	0	¾
– netto renteutgifter	-0,7	0,3	½	1
<i>Andel av disponibel inntekt:</i>				
Netto realinvesteringer	2,5	1,4	-¾	-1
Netto finansinvesteringer ¹⁾	-1,2	0,0	6¾	7¼
<i>Sparing fra finanssiden</i>				
Statistiske avvik ²⁾	1,3	1,4	6	6¾
Sparing iflg. nasjonalregnskapet	0,3	-0,6	1	1
<i>Sparing iflg. nasjonalregnskapet</i>				
	1,0	2,0	5	5¼

1) Beregnet ut fra kredittmarksstatistikken.

2) Avvik mellom finansinvesteringene ifølge kredittmarksstatistikken og tall for finansinvesteringene beregnet ut fra inntekt og forbruk i nasjonalregnskapet.

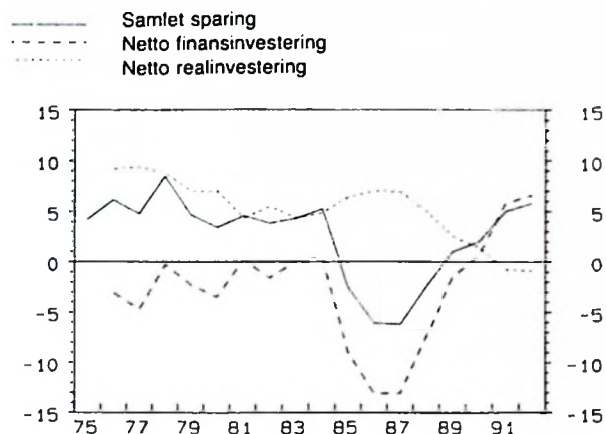
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

– Også et svakere arbeidsmarked enn antatt kan føre til økt husholdningssparing fordi fremtidige inntektsmuligheter oppfattes som mer usikre.

Det er imidlertid også faktorer som taler for vekst i konsumet neste år. Høy inntektsvekst gir rom for vekst både i husholdningenes sparing og i privat konsum. Frigitte SMS-midler kan ha en viss positiv virkning på konsumet neste år. Husholdningene kan ha undervurdert skattelettelsen på vel 4 milliarder kroner som følger med skatte- og avgiftsopplegget for 1992.

Veksten i privat konsum, som vi regner med tar til i siste halvår i år, ventes å fortsette inn i 1992. På usikkert grunnlag ventes om lag 2½ prosent konsumvekst neste år.

Figur 1.3. Husholdningenes sparing i prosent av disponibel inntekt fordelt på finans- og realinvestering. 1975-92



I løpet av to år, fra 1984 til 1986, falt spareraten med over 11 prosentpoeng til -6,2 prosent. Etter sterk negativ sparing de to neste årene har spareraten økt med i gjennomsnitt 2¾ prosentpoeng per år. Spareraten kommer i år opp på om lag samme nivå som tidlig på 80-tallet. Flere land har opplevd et fall i husholdningenes sparerate etter å ha deregulert kredittmarkedet. Norge står imidlertid i en særstilling innen OECD-området med stort og raskt fall etterfulgt av sterk økning i spareraten.

Finansinvesteringene har de siste årene økt vesentlig sterkere enn sparingen. Finansinvesteringene er den delen av husholdningenes inntekter som ikke blir brukt til å etterspørre varer og tjenester, og endringene i disse fra 1985 har i stor grad bidratt til de sterke konjunktursvingningene i norsk økonomi i denne perioden. Fallet i finansinvesteringene fra 1985 til 1986-87 representerer et sterkt ekspansivt etterspørselssjokk. På samme måte har den enda sterkere økningen i finansinvesteringene fra 1987, som følge av økt sparing og samtidig fall i realinvesteringene, hatt en betydelig kontraktiv virkning på aktivitetsnivået.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Dette innebærer fortsatt økning i spareraten, men noe mindre enn hva som har vært tilfellet de siste årene.

Utsikter til vekst i investeringene neste år

Flere forhold, som også er nevnt i tidligere utgaver av Penger og Kreditt, har skapt usikkerhet om investeringsanslagene. Det gjelder økte avkastningskrav for mange, forholdet til Europa, skattereformen, mulige effekter av problemene i finansnæringen og effektene av skjerpet internasjonal konkurranse. Med skattereformen på plass, myndighetenes tiltak overfor bankene og utsikter til en EØS-avtale, skulle usikkerheten knyttet til viktige rammebetingelser være redusert. Skattereformen bidrar, sammen med høye realrenter, til sterk økning i avkastningskravet for mange. Men for de bedrifter som har vært rammet fullt ut av de høye skattesatsene til nå, vil skattereformen redusere avkastningskravet. Det gjenstår betydelig usikkerhet om hvor langt aktørene har kommet i tilpasningen til de nye rammebetingelsene. Det knytter seg også usikkerhet til når veksten internasjonalt tar seg opp og hvor sterk veksten vil bli.

Investeringer i bedriftene i Fastlands-Norge

Investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge har falt fra og med 1987. Fallet fortsetter i år, mens vi legger til grunn at det vil bli en viss vekst neste år.

Det er imidlertid betydelige forskjeller mellom næringene. Investeringene i industrien ventes å øke både i år og neste år, mens det fortsatt er betydelig fall i investeringene i privat tjenesteyting.

For industri indikerer Statistisk sentralbyrås investeringstelling for tredje kvartal en vekst på 8 prosent i år. Det innebærer i så fall et visst fall fra første til annet halvår. For neste år indikerer tellingen en vekst på 5 prosent. Førrige telling indikerte høyere vekstrater for i år og særlig for neste år. Det er særlig investeringsanslaget for produk-

Tabell 1.5. Bruttoinvesteringer etter næring. Milliarder kroner i 1990-priser og årlig volumvekst i prosent

	Milliarder kroner	Prosentvis vekst	
		1991	1992
Pålopte oljeinvesteringer ¹⁾	28,0	33	-1/2
Oljeboring og utenriks sjøfart	11,8	-75	45
Fastlands-Norge, fast kapital	97,7	-6 1/2	3 1/4
Bedrifter	55,6	-7 1/4	4 1/2
Herav: Industri og bergverk	13,5	8	5
Boliger	20,6	-23	-5
Offentlig forvaltning	21,5	11 1/2	5 3/4
Varelagre eksklusive plattformer ²⁾	2,8	-3/4	0
Bruttoinvesteringer i alt	140,3	-7 1/2	3 1/4
Bruttoinvesteringer i fast kapital	125,1	-3 1/2	9

¹⁾ Investeringer i oljeutvinning og rørtransport og endring i lager av oljeplattformer under arbeid.

²⁾ Disse volumvekstratene gir endring i lagerinvesteringene i prosent av bruttonasjonalproduktet året før.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

sjon av ikke jernholdige metaller som er nedjustert.

Viktige deler av norsk eksportindustri har flere år med høy kapasitetsutnyttelse og god lønnsomhet bak seg. Det har trolig gitt grunnlag for betydelige investeringsplaner. Nå er imidlertid markedssituasjonen forverret, med lave priser og presset lønnsomhet. Dette kan ha bidratt til nedjusteringen av anslagene.

Deler av norsk eksportindustri er blitt rammet av minsteprisbestemmelser på EF-markedet, samtidig som konkurrenter fra andre deler av verden ikke har møtt de samme bestemmelser. En EØS-avtale vil fjerne bestemmelsene om minstepris, og kan derfor lede til økning av denne eksporten. På den annen side innebærer økt deltakelse fra lavprisland på det europeiske markedet at prisutviklingen fortsatt kan bli svak. For treforedling, som har vært blant de bransjer som har planlagt kraftig vekst i investerin-

gene, betyr usikkerhet om det sovjetiske markedet en del. Markedet for treforedlingsprodukter har også generelt blitt svekket.

For tjenesteyting (inkludert varehandel) er situasjonen fortsatt preget av svak innenlandsk etterspørsel og lav kapasitetsutnyttelse. Det tilsier fortsatt lave investeringer. Det er lagt til grunn at investeringene i innenlandsk samferdsel og tjenesteyting vil falle betydelig i år. Neste år vil vekst i innenlandsk etterspørsel og forventninger om at veksten vil fortsette, bidra til at investeringene også i disse sektorene tar seg noe opp.

Samlet er det lagt til grunn at investeringene i bedriftene i Fastlands-Norge vil falle med 7¼ prosent i år og øke med 4½ prosent neste år. Den kraftige nedjusteringen av anslaget for inneværende år innebærer at investeringsnivået neste år nå ventes å bli lavere enn vi la til grunn i juni.

Boliginvesteringene

Boliginvesteringene vil falle sterkt i inneværende år. Om det sesongjusterte nivået resten av året skulle bli som i andre kvartal, ville fallet blitt nær 20 prosent. Fortsatt fall i igangsettingen og i mengden av boliger under arbeid tilsier imidlertid ytterligere fall. På denne bakgrunn anslås en nedgang på 23 prosent i boliginvesteringene fra i fjor til i år.

Norges Bank har flere ganger pekt på forhold som kan føre til at boliginvesteringene fortsatt vil bli lave. Høyere realrente etter skatt tilsier at husholdningenes sparing vris fra realinvesteringer til finansinvesteringer. Usikkerhet omkring arbeid og inntekt bidrar til at mange kvier seg for å stifte betydelig gjeld. Disse mekanismene har bidratt til prisleiligheten i boligmarkedet. Det faktum at mange boliger står tomme, og at det er vesentlig billigere å kjøpe brukt enn å bygge nytt, trekker i retning av at igangsettingen av nye boliger neppe blir høyere i 1992 enn i 1991. Tall fra Norges Eiendoms-

meglerforbund viser fortsatt generell nedgang i boligprisene fra første til annet tertial, men med stigning i enkelte delmarkeder. Byggekostnadsindeksen har økt i samme periode.

Det at Husbankens rammer opprettholdes på et høyt nivå og at det gis økt vekt til Husbank I-ordningen, kan likevel tale for at igangsettingen ikke faller under årets nivå. Det er imidlertid ikke sikkert at Husbankens rammer vil bli fullt utnyttet. Subsidielementet kan vise seg å være for lite. Men om en lykkes i å holde igangsettingen av nye boliger oppe ved bruk av Husbank-subsidier, vil det ta lengre tid enn ellers før prisene i brukmarkedet tar seg opp slik at det blir lønnsomt å bygge og selge privat-finansierte boliger.

Det er lagt til grunn at igangsettingen tar seg opp fra det lave nivået i tredje kvartal, slik at det blir uendret igangsetting fra i år til 1992. Fordi mengden av boliger under arbeid ved inngangen til året vil være lavere enn ved forrige årsskifte, vil dette likevel gi et fall i boliginvesteringene, anslått til 5 prosent, i 1992.

Øvrige investeringer

Nasjonalbudsjettets forutsetninger er lagt til grunn for de offentlige investeringene. De statlige investeringene ventes å øke sterkt i år og betydelig neste år, mens kommunale investeringer øker med 4 prosent i begge årene.

Statistisk sentralbyrås investeringstelling for tredje kvartal tyder på at påløpte oljeinvesteringer vil øke med ca 1/3 fra i fjor til i år, for så å være omtrent uendret neste år. Allerede første halvår nådde disse investeringene et nivå som gjør at anslagene ikke innebærer noen ytterligere vekst til neste år.

På grunnlag av kvartalsvis nasjonalregnskap for første halvår og eksport- og importtall for skip og borerigger til og med august anslås investeringene i sjøfart og oljeboring å falle med hele 75 prosent i år. Dette gir et så lavt nivå på investeringene

at kapitalbeholdningen avtar. For 1992 er det på usikkert grunnlag forutsatt en vekst i disse investeringene på 45 prosent. Dette innebærer fortsatt fall i kapitalbeholdningen i 1992. Et moment som kan tale for en slik utvikling, er utflagging som følge av strengere avskrivningsregler for skip.

Oljen gir store overskudd på driftsbalansen

Våre anslag for driftsoverskuddet i år og til neste år er betydelig oppjustert siden forrige gang vi presenterte prognoser, jf tabell 1.6. Dette skyldes flere forhold. Verdien av petroleumseksporten er oppjustert både som følge av høyere pris og høyere volum. Vi har lagt til grunn en oljepris på 131 kroner fatet både i 1991 og i 1992, og en volumvekst på henholdsvis 18 og 3½ prosent.

Videre gir våre anslag nå et mindre underskudd på den tradisjonelle varebalansen. Handelen med tradisjonelle varer har i år utviklet seg betydelig svakere enn tidligere lagt til grunn både når det gjelder volum og pris. Sammenlignet med prognosen for juni er importverdien nedjustert mer enn eksportverdien. Anslagene innebærer omtrent samme underskudd på den tradisjonelle varebalansen i år som i fjor.

På bakgrunn av utviklingen så langt i år og forventningen om en konjunkturoppgang internasjonalt neste år ventes en nedgang i volumet for den tradisjonelle vareeksporten på ¾ prosent i år og en oppgang på 4½ prosent — det samme som markedsveksten — til neste år. I lys av prisutviklingen til nå, fallende aluminiumspriser og den sterke konkurransen norsk eksport nå møter fra Sentral- og Øst-Europa, har vi lagt til grunn en prisnedgang på ½ prosent i år og uendrede priser i 1992.

Tradisjonell import har utviklet seg betydelig svakere enn tidligere forutsatt, noe som har sammenheng med svak vekst i innenlandsk etterspørsel. I år venter vi en liten reduksjon i importvolumet og en prisnedgang på ½ prosent slik at vi får en svak nedgang i importverdien fra 1990. Neste år

Tabell 1.6. Komponenter på driftsbalansen. Milliarder kroner

	1990	1991	1992
Eksport	291	306	316
Petroleum	89	97	100
Skip og plattformer	11	12	12
Tradisjonelle varer	115	114	119
Bruttofrakter skipsfart	46	50	51
Øvrige	30	33	34
Import	243	238	253
Skip og plattformer	18	9	12
Tradisjonelle varer	152	151	161
Skipsfartens utgifter i utlandet	28	28	28
Øvrige	45	50	52
Eksportoverskudd	48	69	63
Tradisjonell varebalanse	-37	-38	-42
Rente- og stonadsbalansen	-25	-25	-22
Driftsbalansen	23	44	41
Nettogjeld til utlandet pr 31.12 ¹⁾ i prosent av BNP	14	9	3

¹⁾ Ved beregning av nettogjeld er det tatt hensyn til omvurderinger på grunn av valutakursendringer. Som en teknisk forutsetning er det lagt til grunn uendrede valutakurser ut 1992.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 1.7. Finansinvesteringer (netto fordriingsøkning) for Norge, samlet og fordelt på sektorer¹⁾. Nasjonalregnskapets definisjon. Milliarder kroner

	1990	1991	1992
Offentlig sektor	10	-1	-8
Staten og Norges Bank	12	-1	-8
Kommuner	-2	0	0
Privat sektor	13	45	49
Oljeutvinning	-6	-3	-7
Sjøfart og oljeboring	-1	12	10
Finansinstitusjoner utenom Norges Bank	4	8	9
Øvrige privat	16	28	37
Samlet finansinvestering (overskudd på driftsbalansen)	23	44	41

¹⁾ Korrigeret for forskuddsbetalinger for plattformer under arbeid.

Kilde: Norges Bank.

regner vi med en volumvekst på 3½ prosent som følge av oppgang i privat konsum og investeringer, og en prisvekst på 3 prosent. Disse anslagene innebærer et underskudd på den tradisjonelle varebalansen på 38 milliarder kroner i år, og 42 milliarder kroner til neste år.

Også nettoeksporten av skip og plattformer bidrar positivt til driftsbalansen i 1991. I innenværende år forutsettes en nettoeksport av skip og plattformer på 3 milliarder kroner, mens vi til neste år antar at importen blir like stor som eksporten.

Vi regner med uendret underskudd på rente- og stønadsbalansen i år og en reduksjon neste år. Netto renteutgifter til utlandet går ned som følge av en reduksjon av utenlandsgjelden, og bidrar til å redusere underskuddet både i 1991 og 1992. På den annen side øker netto aksjeutbetalinger i oljesektoren betydelig fra 1990 til 1991 og trekker underskuddet noe opp.

Våre forutsetninger gir nå et overskudd på driftsbalansen på 44 milliarder kroner i år og 41 milliarder kroner neste år mens anslagene var henholdsvis 24 og 25 milliarder kroner i juni.

Overskuddet på driftsbalansen er det samme som Norges netto finansinvesteringer. Av tabell 1.7 fremgår det at finansinvesteringenes fordeling på de ulike innenlandske sektorene endres betydelig. De øker kraftig i privat sektor utenom oljeutvinning. Økningen er sterkest i sektoren øvrige private, som består av fastlandsbedriftene og husholdningene. De siste års ekspansive finanspolitikk medfører at staten får økende negative finansinvesteringer fra 1991.

Stabilisering av sysselsettingen neste år

Ifølge arbeidskraftsundersøkelsen for tredje kvartal har den svake sysselsettingsutviklingen fortsatt så langt gjennom 1991, og da særlig innen primærnæringer, industri og bygge- og anleggsvirksomhet. I offentlig

tjenesteyting har tallet på sysselsatte derimot økt med 22 000 fra tredje kvartal 1990 til tredje kvartal 1991. Nedgangen innenfor varehandel ser ut til å ha stoppet opp.

I forhold til prognosene i Penger og Kreditt 1991/2 er anslaget for utførte timeverk nedjustert fra 0 til $-1\frac{3}{4}$ prosent. Nedjusteringen for antall sysselsatte personer er mindre, som følge av redusert gjennomsnittlig arbeidstid.

Neste år venter vi om lag samme vekst i produksjonen i Fastlands-Norge som i produktiviteten. Dette innebærer uendret arbeidskraftsbehov. Dersom fallet i gjennomsnittlig arbeidstid fortsetter, vil det likevel bli behov for å øke antall sysselsatte personer.

Lav prisvekst...

Norge er nå blant de europeiske land med lavest prisstigning. Tolvmånedersveksten i konsumprisindeksen var 2,5 prosent i oktober. Utviklingen så langt i år indikerer at prisstigningen fra 1990 til 1991 kan bli så lav som 3,4 prosent. På grunn av tiltagende prisvekst mot slutten av fjoråret i forbindelse med Golf-konflikten kan vi vente lave tolv månedersrater for prisstigningen resten av året. Av denne grunn ser vi nå også en markant nedgang i inflasjonstallene hos våre handelspartnere. Prisstigningen i våre markedsland falt fra 5 prosent i juli til 4,2 prosent i september. Mens prisstigningen har gått betydelig ned i viktige markedsland som Storbritannia og Sverige, har tiltagende underliggende vekst i Tyskland og Nederland bidratt til å opprettholde forskjellen i inflasjonstakten mellom Norge og et veid gjennomsnitt for handelspartnerene.

Økt vekt på indirekte beskatning etter skatteomleggingen vil bidra til noe høyere prisstigning i Norge neste år. Forutsatt uendrede oljepriser venter vi at konsumprisstigningen hjemme blir omtrent som i våre markedsland, vel 3½ prosent.

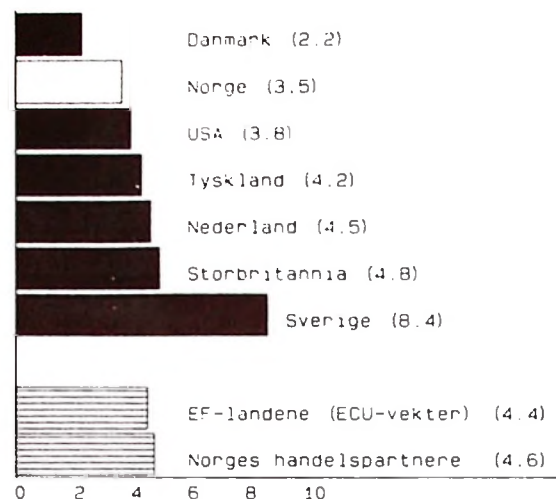
...men lite er vunnet på kostnadssiden

Til tross for at Norge nå er blant de land med lavest inflasjon, ligger pris- og kostnadsnivået i Norge fremdeles vesentlig over gjennomsnittet for våre handelspartnere. Mens lønnskostnadene per time i industrien økte med 18,7 prosent i våre markedsland i de tre årene 1988-90, var den tilsvarende økningen i Norge 17,0 prosent. To år med lønnslov og et ordinært lønnsoppgjør i en tid da ledigheten var rekordhøy, har kun bidratt til å redusere forskjellen i lønnskostnadene med 1,7 prosentpoeng. Til tross for en noe lavere lønnsvekst i Norge enn hos handelspartnerene, opplevde vi en forverring i konkurransevnen målt ved relative lønnskostnader per produsert enhet i industrien (RLPE) på knapt 2 prosent i disse årene. Dette skyldes at produktivitetsveksten i våre markedsland var høyere enn i Norge.

Lønnstall for arbeidere i industrien for de to første kvartalene i år indikerer en årslønnsvekst på opp mot 5½ prosent. Dette innebærer en lønnsgradning på 2½ prosent. Vi vet imidlertid lite om utviklingen i funksjonærlønningene, som utgjør rundt 40 prosent av industriens lønnskostnader, men legger til grunn noe lavere lønnsvekst for denne gruppen. Også utviklingen i arbeidsgivernes sosiale kostnader utgjør et usikkerhetsmoment i anslaget på lønnskostnadsveksten i industrien. Redusert arbeidsgiveravgift i enkelte soner og lavere sykefravær trekker i retning av lavere sosiale kostnader, men innføringen av obligatorisk yrkesskadeforsikring fra 1. januar 1991 trekker i motsatt retning. Vi har på denne bakgrunn tatt utgangspunkt i en lønnskostnadsvekst lik lønnsveksten. Vi venter nå en vekst i timelønningene på 5¼ prosent i industrien i inneværende år mot 4¼ prosent i juni. For økonomien sett under ett regner vi med en økning i timelønningene på rundt 5 prosent.

Den lave etterspørselen innenlands har ført til økt ledighet og svekket lønnsomhet

Figur 1.4. Gjennomsnittlig konsumprisvekst tredje kvartal 1991. Vekst siste tolv måneder



Prisveksten i Norge er nå den laveste siden slutten av 1960-årene, og lavere enn i de fleste av våre markedsland. Prisstigningen hos våre markedsland er imidlertid på vei nedover. Vi kan vente lavere tolvmanedersrater både i Sverige og Storbritannia i tiden fremover.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, OECD, Norges Bank.

i bedriftene. Svakere utvikling for tradisjonelle eksportvarer har bidratt til svekket lønnsvekst også i de bedrifter som i de senere år har vært med på å gi de høyeste tilleggene. Det er derfor grunn til å anta at det underliggende lønnspresset nå er lavt. Dette kan gi en betydelig nedgang i lønnsveksten neste år. Vi har lagt til grunn uendret reallønn før skatt. Det vil si en lønnsvekst på 3½ prosent i 1992. Timelønnsveksten i industrien ventes å bli på linje med lønnsveksten i resten av økonomien. Husholdningenes realdisponible inntekt vil øke med 3¼ prosent med dette lønnsanslaget.

Vi venter også redusert vekst i lønnskostnadene i våre markedsland neste år. Klarer vi å begrense lønnsveksten i industrien til 3½ prosent neste år, innebærer våre anslag at vi vil kunne «ta igjen» ytterligere 2 prosent på lønnskostnadene i løpet av 1991 og 92.

Figur 1.8. Lønnskostnader per produsert enhet i industrien. Prosentvis endring

	1988-90	1990	1991	1992
Norges handelspartnere				
Lønnskostnader	18,7	6,2	6	4¼
Produktivitet ¹⁾	9,6	1,6	2	2¼
LPE	8,3	4,5	4	2
Norsk industri				
Lønnskostnader	17,0	5,9	5¼	3½
Produktivitet	5,5	2,3	2½	2¼
LPE	10,9	3,5	2¼	¼
RLPE, nasjonal valuta	2,4	-1	-1¼	-1¼
Valutakursendring ²⁾	0,5	-0,2	2	0
RLPE, felles valuta	1,9	-0,8	-3	-1¼

1) Bruttoprodukt per lønnstakertimeverk.

2) Positivt tall innebærer en effektiv svekkelse av norske kroner.

Kilde: OECD, IMF, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

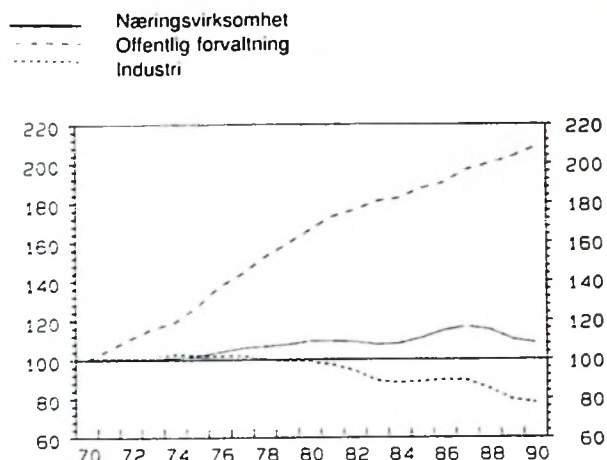
Problemene på arbeidsmarkedet kan ikke løses ved økte offentlige utgifter

Våre anslag for 1992 viser tiltagende vekst i fastlandsøkonomien i forhold til i år. Likevel er det ikke utsikter til vekst av betydning i sysselsettingen. Mulighetene for en reduksjon i ledigheten de nærmeste årene er heller ikke spesielt gode siden en må vente at sysselsettingsveksten i en periode for en stor del vil bli motsvart av en økning i arbeidsstyrken.

Norges Bank har flere ganger pekt på at en varig løsning av sysselsettingsproblemerne forutsetter langsiktighet i den økonomiske politikken. På denne bakgrunn er det positivt at viktige rammebetingelser for norsk næringsliv, som forholdet til Europa og utformingen av det fremtidige skattesystem, nå ser ut til å være avklart. Likevel kan ikke disse faktorene alene løse problemene på arbeidsmarkedet.

Det er mange grunner til at utsiktene til et fortsatt svakt arbeidsmarked ikke bør resultere i ytterligere svekkelser av finanspolitikken og økte offentlige utgifter:

Figur 1.5. Sysselsettingsutviklingen 1970-90. Sysselsatte personer. 1970=100



Antall personer sysselsatt i offentlig forvaltning er mer enn fordoblet fra 1970 til 1990. I samme periode har sysselsettingen i næringsvirksomhet økt med 8 prosent, mens industrisysselsettingen er redusert med vel 22 prosent. Det har vært vekst i sysselsettingen i offentlig forvaltning alle år. Med unntak av 1983 økte sysselsettingen i næringsvirksomhet fram til 1986. Fra 1986 til 1990 falt den med vel 7 prosent. Industrisysselsettingen var forholdsvis stabil gjennom 1970-årene. Den falt i begynnelsen av 1980-årene, men tok seg noe opp fram til 1986. Deretter ble den redusert med vel 13 prosent fram til 1990.

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

— Svekkelsen av statens finansielle stilling medfører at handlefriheten allerede er kraftig redusert og oljeavhengigheten økt. Inkludert inntektene fra oljevirk-somheten ventes underskuddet på statsbudsjettet å utgjøre mer enn 3½ prosent av BNP neste år. Holdes oljen utenom, tilsvarende underskuddet mer enn 11 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Ytterligere svekkelser kan innebære en risiko for renteøkning.

— De siste års erfaringer viser at selv betydelige doser med ekspansiv finanspolitikk ikke kan gi en varig løsning på

Ramme 1.3: Tiltak mot arbeidsledigheten: en modellbasert analyse

Kvartalsmodellen RIMINI¹⁾ er brukt for å analysere kortsiktige og langsiktige effekter av offentlige tiltak mot arbeidsledigheten. Modellsimuleringer for tre alternative tiltak sammenliknes med en referansebane uten tiltak. Det forutsettes at alle tiltakene er av permanent karakter, og at de hver for seg belaster offentlige budsjett med 4 milliarder kroner i 1992. Simuleringsperioden er fra første kvartal 1991 til og med fjerde kvartal 1999.

Tradisjonell etterspørselsstimulering. Ved vurdering av tiltak mot ledigheten må en skille mellom kortsiktige og langsiktige effekter. Mens det er forholdsvis godt dokumentert at økt offentlig sysselsetting vil ha en sterk umiddelbar effekt på arbeidsledigheten (jf f.eks. Cappelen (1991)²⁾ og Nettet (1991)), er det usikkert hvor mye ledigheten kan reduseres på permanent basis. Simuleringer av RIMINI med økt offentlig sysselsetting, som belaster budsjettet med 4 milliarder kroner fra 1992, illustrerer dette (se tabellen, del A1).

¹⁾ RIMINI er en aggregert makroøkonomisk modell utviklet ved Utretningsavdelingen i Noregs Bank. Modellen er beskrevet i:

– Brodin, Jansen og Nettet (1990): «RIMINI. Teknisk dokumentasjon av en aggregert makroøkonomisk modell.» *Arbeidsnotat 1990/2, Norges Bank.*
– Nettet (1991): «Effekter av økt offentlig sysselsetting. Simulering basert på en aggregert makroøkonomisk modell.» *Sosialøkonomen nr. 6/juni 1991.*

²⁾ Cappelen, Å (1991): «Noen tiltak mot arbeidsledighet.» *Økonomiske Analyser 91/2, Statistisk sentralbyrå.*

Allerede etter tre år er arbeidsledigheten bare 1 800 personer lavere enn i referansebanen. Etter syv år er ledigheten redusert med 1 600 personer. Den forholdsvis raske svekkelsen av effekten på ledigheten har sammenheng med at vi på kort sikt får en moderat lønnsøkning på grunn av redusert ledighet. Prisene på bedriftenes produkter vil derimot ikke endres nevneverdig, slik at bedriftenes fortjeneste svekkes noe. Dette gir isolert sett lavere etterspørsel etter arbeidskraft. Reallønnen til konsumentene har imidlertid også økt, noe som bidrar til noe høyere privat konsum. Økt konsum fører til sysselsettingsvekst i skjermet sektor. Vekst i skjermet sektor vil i større grad enn vekst i konkurranseutsatt sektor føre til økt tilbud av arbeidskraft, og dermed gi mindre effekt på ledigheten.

Alternative tiltak. To alternative former for ekspansiv politikk — *redusert personbeskatning* og *redusert arbeidsgiveravgift* — er også analysert ved hjelp av RIMINI. Dersom vi ser bort fra økte skatteinntekter og reduserte trygdeutbetalinger som følge av redusert ledighet, vil begge tiltak svekke offentlige budsjetter med 4 milliarder kroner fra 1992. Resultatene er oppsummert i tabellen (del A2 og A3).

På *kort sikt* vil redusert personbeskatning føre til kraftig vekst i privat disponibel inntekt og dermed også i privat konsum. Den private konsumveksten er betydelig sterkere enn ved økt offentlig sysselsetting. Redusert arbeidsgiveravgift gir derimot et fall i lønnskostnadene. En del av bedriftenes kostnadsbeparelser tar arbeidstakerne ut i form av

problemer på arbeidsmarkedet. De siste årene har heller ikke en meget ekspansiv finanspolitikk kunnet hindre en betydelig nedgang i privat sysselsetting, jf figur 1.5 og sysselsettingsutviklingen så langt i 1991. Nedgangen har funnet sted til tross for at finanspolitikken i perioden 1989-91 har gitt en stimulan

tilsvarende 5½ prosent av BNP for Fastlands-Norge. I tillegg er rammene for statsbankene økt reelt med 20 prosent i perioden.

Modellberegningene i ramme 1.3 indikerer at de positive effektene på ledigheten av økte offentlige utgifter og skattelettelser er vesentlig redusert allerede

høyere nominell lønn. Privat konsum øker dermed noe, men mindre enn ved redusert personbeskatning. Den kortsiktige effekten på ledigheten er mye svakere ved begge disse tiltakene enn effekten av økt offentlig konsum: Ved redusert personbeskatning reduseres ledigheten med 2 600 personer, mens redusert arbeidsgiveravgift gir 2 100 personer færre ledige etter ett år.

På lang sikt er fallet i ledigheten betydelig sterkere ved en reduksjon i arbeidsgiveravgiften enn ved de to andre tiltakene. Dette skyldes hovedsakelig tre forhold:

- Redusert arbeidsgiveravgift fører til et fall i produsentenes reelle produksjonskostnader, ved at lønnskostnadene faller mer enn prisene bedriftene får for produktene sine. Dette gir økt inntjening, større etterspørsel etter arbeidskraft, og dermed lavere ledighet.

- Billigere arbeidskraft fører til at flere bedrifter velger å gå over til mer arbeidsintensive produksjonsmetoder, noe som gir lavere ledighet.

- Lavere lønnskostnader gir på litt sikt større overskudd i bedriftene og dermed høyere investeringsetterspørsel. Samtidig vil mer arbeidsintensiv produksjon på lang sikt føre til noe lavere reallønn og dermed redusert privat konsum. Høyere investeringsetterspørsel kombinert med noe lavere konsum fører til at sysselsettingsøkningen ved redusert arbeidsgiveravgift hovedsakelig vil komme innenfor konkurranseutsatt sektor. Dette gjør at ledighetsreduksjonen blir større og mer permanent ved redusert arbeidsgiveravgift enn tilfellet er ved de to andre tiltakene.

Tabell 1.9 Makroøkonomiske virkninger av alternative former for offentlige tiltak. Simuleringer med RIMINI21. Avvik fra referansebanen.

A1 = økt offentlig konsum (4 mrd. kr. fra 1992),
 A2 = redusert personbeskatning (4 mrd. kr. fra 1992),
 A3 = redusert arbeidsgiveravgift (4 mrd. kr. fra 1992).

Tiltak:	A1			A2			A3		
	1	3	7	1	3	7	1	3	7
<i>Prosentvis avvik:</i>									
– Privat konsum	0,2	0,2	0,3	0,8	1,0	1,3	0,5	0,0	-0,3
– Brutto investering	0,8	0,0	0,3	0,6	0,8	0,8	0,4	0,9	1,8
– BNP	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4
– Konsumpris	0,2	0,5	0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,6	-1,1
– Lønnskostnader Fastlands-Norge	0,7	1,3	1,1	0,0	0,5	0,7	-1,2	-3,7	-4,8
<i>Absolutt avvik (1000 pers.):</i>									
– Sysselsatte ind., bygg og anlegg	4,0	-0,2	0,2	1,0	1,8	0,0	0,2	2,8	7,7
– Sysselsatte handel og tjenesteyting	1,2	1,9	2,5	3,1	7,4	10,1	2,7	4,2	3,6
– Arbeidsledige (registrerte+tiltak)	-8,4	-1,8	-1,6	-2,6	-3,8	-0,6	-2,1	-3,2	-10,2

etter tre år. Kostnadene ved en permanent svekkelse av offentlige budsjetter i form av tapt konkurransevne og svekket utenriksøkonomi er imidlertid mer varige. Økte offentlige utgifter medfører vekst i offentlig sektor som over tid kan komme på bekostning av privat sysselsetting. Skal en komme bort fra

den trendmessige vridning i sysselsetting fra industri og annen privat virksomhet til offentlig virksomhet, kan en ikke satse på ytterligere ekspansjon i offentlige utgifter.

- Erfaringene tilsier at det er langt lettere å øke utgiftene i offentlig sektor enn det er å redusere dem. Dette er en av årsake-

ne til at de aller fleste industriland nå tar et krafttak for å styrke offentlige budsjetter. Deres erfaringer viser at styrking av offentlige budsjetter medfører betydelige omstillingskostnader. For Norges del kan en utsettelse av denne omstillingen lett føre til at den kommer samtidig med omstilling som følge av lavere investeringsnivå i oljevirkosomheten.

- Nivået på offentlige utgifter er høyt i Norge. Over tid kan ikke et land ha større offentlige utgifter enn det som lar seg finansiere. Valg av nivå er en politisk avveining av hvor stor del av verdiskapningen en vil ta ut over offentlige budsjetter og hvor mye som skal overlates til privat sektor. I avveiningen må det tas hensyn til at det valgte utgiftsnivå må finansieres og at valget kan påvirke effektiviteten, og dermed den samlede verdiskapningen i økonomien.

Industrilanden økonomier blir stadig tettere integrert, dels som et resultat av at den teknologiske utvikling har ført til økt mobilitet av innsatsfaktorer, produkter og mennesker, og dels som et resultat av politiske beslutninger om økt samarbeid. Utviklingen har viktige implikasjoner for utformingen av skattesystemet fordi det må tas hensyn til legale og illegale omgåelsesmuligheter. Det er erkjent at kapitalens mobilitet ikke tillater store nasjonale forskjeller i beskatningsform og skattenivå. Mulighetene

for å opprettholde store forskjeller i beskatning av varer begrenses av legal privatimport og smugling. Skatt på arbeidskraft er heller ikke problemfri, fordi den kan redusere etterspørselen etter arbeidskraft.

Økt sysselsetting forutsetter lav kostnadsvekst

En styrking av næringslivets konkurransevne er nødvendig dersom en skal øke sysselsettingen på varig basis. Hensynet til utsatte arbeidsplasser og de som allerede er arbeidsledige, tilsier at partene i arbeidslivet samarbeider om å få ned lønnskostnadene per produsert enhet. Reduksjon av sosiale kostnader, økt produktivitet og lav lønnsvekst er viktige komponenter i dette bildet. Utsikter til redusert kostnadsvekst ute medfører at konkurransevnen svekkes dersom kostnadsveksten i 1992 blir like høy som i inneværende år.

I en situasjon med stor arbeidsledighet, lav prisvekst og betydelige skattelettelser burde forholdene ligge til rette for at partene i arbeidslivet enes om et lønnsoppgjør som gir mindre lønnsvekst enn de 3½ prosent vi har lagt til grunn for vår prognose. På kort sikt kan også arbeidstakere i utsatte bedrifter se seg tjent med lønnsreduksjoner fremfor oppsigelser. På lengre sikt er en utvikling der lønnsutviklingen er i samsvar med hva produktmarkedene kan bære, en forutsetning for trygge arbeidsplasser.

Ecu som regne- og valutaenhet i EF

Den europeiske regne- og valutaenhet ecu er en kurovaluta hvor alle EF-valutaene inngår, hver med en fast mengde. Den anvendes dels i EFs valutamarbeid (EMS) (offisiell ecu) og dels i de finansielle markeder (den private ecu). Den offisielle ecu skapes av sentralbankene ved deponering av gull og dollar, og nyttes hovedsakelig til betaling og oppgjør mellom sentralbanker. Private ecu er finans- og betalingsinstrumenter skapt etter behov i de finansielle markeder.

Det har vært en sterk vekst i lån opptatt i private ecu, og det finnes et bredt spekter av investeringsalternativer med ulik løpetid og kredittkvalitet. Institusjonelle investorer benytter i økende grad ecu i porteføljeforvaltningen. Dette har økt behovet for og bidratt til utviklingen av nye instrumenter i risikostyringen. Det eksisterer således standardiserte futures- og opsjonskontrakter og velutviklede markeder for rente- og valutawapper. Ecu benyttes i liten utstrekning ved oppgjør av kommersielle transaksjoner. Ecuens videre utvikling vil avhenge av dens rolle som den framtidige valuta i en økonomisk og monetær union i Europa.

I det følgende gis en kort gjennomgang av ecus rolle i EFs valutakurssamarbeid. Begreperne offisiell, teoretisk og privat ecu blir gjennomgått, og clearingordningen ved ecu-transaksjoner blir berørt. Veksten i obligasjonsmarkedene og mulige årsaker til avvik i renten og valutakursen mellom teoretisk og privat ecu blir belyst. Til slutt diskuteres de ulike alternativene for utviklingen av ecu fram mot en økonomisk og monetær union.

Ecuens rolle som regneenhet i EFs valutamarbeid (EMS)

Utviklingen av en europeisk valutaenhet må sees i sammenheng med ønsket om sterkere politisk og økonomisk koordinering i Europa. Romatraktaten, som ble undertegnet i mars 1957 av seks land, innebar etableringen av Det europeiske økonomiske fellesskapet (EØF). Målsettingen var å skape en tollunion og et felles marked mellom medlemslandene, med fri bevegelse av arbeidskraft, kapital, varer og tjenester. Tollunionen ble gjennomført i 1968, og det felles marked vil være en realitet i 1993.

En del av EF-landene var med i fastkurssystemet som kom i stand gjennom Bretton Woods-avtalen fra 1944. Avtalen

innebar at medlemslandenes valutaer hadde en svingningsmargin på pluss/minus 1% i forhold til en paritet. Fastkursamarbeidet kom under sterkt press i begynnelsen av 1970-årene, og det ble besluttet å utvide svingningsmarginen til pluss/minus 2,25% («tunnelen»). EF-landene ble imidlertid enige seg imellom om å holde en snevrere svingningsmargin, på pluss/minus 1,125% («slangen»). Dette var opphavet til populærbetegnelsen «slangen i tunnelen»

Etter at det internasjonale fastkursamarbeidet brøt sammen i 1973, fortsatte EF-landene sitt eget valuta-samarbeid. Noen valutaer falt ut, men samarbeidet fortsatte

Tabell 2.1. Sammensetninger av ecu. Valutaenes vekter, sentralkurser og kurser mot NOK pr. 20 november 1991

Valuta	1 Menge nasjonal valuta	2 Spot/NOK	3=1·2 NOK ekviv.	4=(3/Σ3)·100% Vekt	Sentralkurser
Tyske mark (DEM)	0,6242	3,9292	2,44499	30,53	2,05586
Franske franc (FRF)	1,332	1,1506	1,53260	19,13	6,89509
Britiske pund (GBP)	0,08784	11,293	0,99198	12,38	0,6969
Italienske lire (ITL)	151,8	0,5201	0,78951	9,86	1538,24
Nederlandske gylden (NLG)	0,2198	3,4872	0,76649	9,57	2,31643
Belg/Lux. franc (BEF)	3,431	19,077	0,65453	8,17	42,4032
Spanske pesetas (ESP)	6,885	6,207	0,42735	5,34	133,631
Danske kroner (DKK)	0,1976	1,0115	0,19987	2,50	7,84195
Irske pund (IEP)	0,008552	10,492	0,08973	1,12	0,76742
Greske drachmer (GRD)	1,44	3,46	0,04982	0,62	205,311
Portugisiske escudos (PTE)	1,393	4,514	0,06288	0,78	178,735
				100	
NOK/ecu (Kronens internasjonale verdi)			8,00975		

fram til 1979, da det europeiske monetære system (EMS) avløste slangesamarbeidet. I praksis var det ikke så stor forskjell, men formelt ble samarbeidet mer forpliktende. For budsjett- og bokføringsformål innen EF ble det i 1975 etablert en regneenhet (EUA, European Unit of Account) med faste andeler av medlemslandenes valutaenheter. Ved etableringen av det europeiske monetære system ble sammensetningen til EUA-enheten beholdt, men den ble om døpt til ecu (The European Currency Unit).

Ecu er en kurvvaluta som er sammensatt av en fast mengde av hvert EF-lands valuta. Tyskland er for eksempel representert i ecu-kurven med 62,42 pfennig, mens Danmark deltar med 19,76 øre. Valutasammensetningen i ecu avspeiler i stor grad den relative betydning og størrelse på medlemslandenes økonomi, slik den kan måles ved nasjonalproduktene og den gjensidige handel mellom landene. Andelene i ecu skal revideres hvert femte år for å kunne ta hensyn til institusjonelle og markedsmessige endringer innen EF. Den første revisjonen skjedde i 1984. Da ble dessuten greske drachmer inkludert. Ved den andre revisjonen 1989 ble spanske pesetas og portugisiske escudos tatt inn ecu. Valutaandelene et-

ter den seneste revisjonen i 1989 er vist i tabell 2.1.

I tabellen er også den teoretiske verdi på ecu målt i norske kroner oppgitt. (Pr. 20. november 1991). Denne verdien fremkommer ved å multiplisere de faste mengder av hver valuta med gjeldende spotkurs mot norske kroner. Summen av disse produktene er ecus teoretiske verdi i norske kroner, betegnet kronens internasjonale verdi. Denne verdien vil som regel være forskjellig fra markedsverdien som noteres i valutamarkedet. Senere i artikkelen berøres årsaker til dette.

Selv om mengden av hver valuta er fast mellom revideringene, varierer valutaenes faktiske vekt i ecu i takt med valutakursendringene. Komponentvalutaenes vekt i ecu finnes ved å multiplisere valutaandelene med kursen mot en felles valuta, for så å dividere på summen av produktene. Dette er gjort i tabell 2.1, som viser vektene pr. 20. november 1991. De valutaer som stiger i verdi, vil over tiden få større vekt i ecu. For å motvirke dette er ved hver av de to revisjonene mengden av svake valutaer økt, mens mengden av sterke er redusert. Opprinnelig inneholdt en ecu blant annet 0,828 tyske mark og 109 italienske lire. De tilsva-

rende andeler etter den seneste revisjonen er 0,6242 tyske mark og 151,8 italienske lire.

Ifølge resolusjonen om etableringen av det europeiske monetære samarbeid (EMS) var ecuen tiltenkt funksjon som:

- fellesnevner for valutakursmekanismen
- grunnlag for fastsettelse av divergensindikatoren
- regneenhet i intervensjons- og kredittoordningene i EMS
- betalingsmiddel for EFs pengepolitiske myndigheter.

ERM (Exchange Rate Mechanism) er et intervensjonssystem basert på forpliktende bilaterale intervensjonskursur deltakerne imellom. EFs medlemsland, med unntak av Portugal og Hellas, er med i ERM. Formålet med ERM er å bidra til økonomisk konvergens og valutakursstabilitet mellom EF-landene.

Ecuens viktigste oppgave er å være fellesnevner for kurs- og intervensjonssamarbeidet. Hvert lands valuta har en sentralkurs uttrykt i ecu. De nåværende sentralkurser er vist i tabell 2.1. På basis av disse sentralkurser er fastlagt et nettverk av bilaterale kurser mellom deltakerlandene. Ecuens sentrale rolle i systemet er den største forskjell fra «slangesamarbeidet» (som Norge deltok i fra 1973 til 1978). I praksis er det imidlertid de forpliktende bilaterale pariteter som det forhandles om ved kursjusteringer i ERM. Som følge av disse vedtak beregnes de nye ecu-sentralkurser. Paritetskursen mellom tyske mark og britiske pund kan f.eks. finnes ved å dividere de to valutaers sentralkurser overfor ecu med hverandre ($2,05586/0,6969=2,95$). Rundt hver bilateral paritetskurs er det beregnet en svingningsmargin som normalt er på pluss/minus 2,25%. Unntakene er britiske pund og spanske pesetas, som kan svinge pluss/minus 6% omkring paritetskursene. For kursen mellom tyske mark og britiske pund innebærer dette et svingningsintervall fra 2,778 til 3,132 mark pr. pund. Ytterpunkte-

ne i svingningsintervallet svarer til de nevnte forpliktende intervensjonskursur¹⁾.

De land som deltar i ERM, har således en øvre og nedre grense for hvor mye kursen kan bevege seg i forhold til ethvert annet medlemslands valuta. Ved disse grensene (intervensjonskursene) er man forpliktet til å foreta intervensjoner eller iverksette andre tiltak for å holde markedskursen innenfor yttergrensene. Det er imidlertid full adgang til å intervenere før yttergrensene nås, og i praksis har de fleste sentralbankintervensjoner vært foretatt på dette stadiet.

EMS-systemet gir adgang til å justere de bilaterale paritetene. Det har vært tolv slike paritetsjusteringer siden EMS ble etablert i 1979. Den seneste ble foretatt da Storbritannia gikk inn i ERM-samarbeidet i oktober 1990. Storbritannias inngang berørte ikke styrkeforholdet mellom de andre valutaene i ERM. Ved kursjusteringene har tyske mark, nederlandske gylden, og til dels belgiske franc vært de sterke valutaene. Disse valutaene har gjennom 1980-årene styrket sin verdi overfor de øvrige valutaene i samarbeidet.

I tillegg til bilaterale svingningsmarginer er divergensindikatoren et element i ERM. Indikatoren viser hvilken valuta som er mest i utakt med de øvrige. Formålet er å peke ut det land som bør sette inn tiltak for å korrigere sin valutakurs. Dette gjelder land med både sterke og svake valutaer. Dersom et medlemslands valutakurs avviker med mer enn en viss prosent fra sentralkursen, forventes det at landet sørger for å endre sin økonomiske politikk gjennom renteendringer eller andre tiltak. I praksis har divergensindikatoren hatt liten betydning.

¹⁾ Intervensjonskursene er ikke helt symmetriske omkring paritetskursene. Kursene er satt slik at intervensjonsgrensene skal være de samme uavhengig av hvilken valuta de er uttrykt i. Avstanden mellom topp og bunn skal være 4,5% og 12% (Forholdet er uttrykt matematisk i det som kalles Jensens ulikhet).

Offisielle og private ecu

Ecu eksisterer både i offisiell og privat form. Offisielle ecu skapes ved at EFs sentralbanker deponerer 20% av sine dollar- og gullreserver i EMCF (European Monetary Cooperation Fund). Konkret gjøres dette ved at medlemslandene inngår tre måneders rullerende gjenkjøpsavtaler med EMCF, der de gir fra seg dollar og gull og mottar offisielle ecu. Hver tredje måned justeres deponeringene dersom den enkelte sentralbanks gull- og dollarbeholdninger har endret seg. Omfanget av offisielle ecu varierer således med beholdningsendringer og fluktuasjoner i gullprisen og dollarkursen overfor ecu. Den deponerende sentralbank forvalter gull- og dollarbeholdningen på vegne av EMCF og mottar rentene. Det skjer således ingen reell deponering, kun en bokføringsanmerkning på deler av valuta-beholdningen. En del overnasjonale organisasjoner og ikke-medlemsland har status som «other holder» av offisielle ecu. Norge ble godkjent som «other holder» i 1989, og har investert i offisielle ecu siden desember samme år. Offisielle ecu benyttes i avregning og oppgjør av intervensjoner mellom medlemslandene, og ved de kredittordninger som er etablert innen EF.

Mens offisielle ecu sirkulerer mellom sentralbanker som i en lukket sektor, er det i dag nesten ingen restriksjoner på hvem som kan skape og eie private ecu. Offisiell og privat ecu har identisk sammensetning, men det er ikke konvertibilitet mellom dem. De noteres heller ikke til samme kurs og rente på samme tidspunkt. De offisielle kurser beregnes daglig av kommisjonen på grunnlag av bestemte prosedyrer i samarbeid med sentralbankene. Den offisielle ecu-rente beregnes på grunnlag av artikkel 8 i sentralbankavtalen av 13.3.1979. De private ecu-kursene dannes i markedet og noteres på valutabørsene. Også de private ecu-renter er direkte bestemt av markedet for ecu-finansinstrumenter. I motsetning til tradisjonelle valutaer og offisielle ecu, hvor

sentralbankene står for utstedelsen, skapes private ecu av private banker og ved utleggelse av verdipapirer i ecu. Utstedelse av verdipapirer i ecu må sees i lys av nasjonale valutarestriksjoner og behovet for avdekning av valuta- og renterisiko. Utbredelsen økte sterkt gjennom 1980-årene, og har fått en stor andel av innskuddene i euro-markedet. Private ecu var i utgangspunktet kontrakter mellom kunden og den enkelte bank. Dersom kunden ønsket å låne ecu av banken, måtte banken avdekke sin kursrisiko ved å låne i komponentvalutaene. Utviklingen av et interbankmarked for inn- og utlån denominert i ecu har forenklet prosessen, og ført til reduserte transaksjonskostnader. Opprinnelig forpliktet bankene seg til å innløse ecu i komponentvalutaene. Denne ordningen er senere blitt forlatt, slik at den direkte forbindelsen til komponentvalutaene er blitt svekket.

Clearing av ecu-transaksjoner mellom bankene foregår i dag elektronisk via det internasjonale betalingsystemet SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Daglig utføres ca. 5000 transaksjoner med en gjennomsnittlig totalverdi på ca. 30 milliarder ecu. Clearing-systemet omfatter 45 banker, og de andre aktørene i ecu-markedet kanaliserer oppgjøret gjennom disse clearing-bankene. I løpet av dagen overføres alle betalingsmeldinger over SWIFT, og det foretas «netting» i BIS (Bank for International Settlement) slik at hver clearing-bank ender opp med en nettoposisjon overfor andre banker i systemet. Banker med positiv balanse er forpliktet til å låne ut «overnight» til banker med negativ ecu-balanse. Renten på inn- og utlånene bestemmes i felleskap, og er lik for alle bankene. Clearingsystemet er lukket, slik at ved slutten på dagen skal alle posisjoner være utlignet.

Den norske kronens tilknytning til ecu

Med virkning fra 22. oktober 1990 ble den norske kronen knyttet til verdien på den

teoretiske ecu. Beregning av den teoretiske ecu er vist i tabell 2.1. Ved tilknytningen ble det satt en sentralkurs på 7,994 kroner pr. ecu. Dette innebar at verdien på norske kroner ble holdt uendret. Med en svingningsmargin på pluss/minus 2,25% innebærer dette at kronen skal holdes innenfor intervallet 8,1739 – 7,8141 kroner pr. ecu. Til nå har ikke kursen på norske kroner beveget seg mer enn 1/2% vekk fra sentralkursen siden tilknytningen. Fra 1. januar 1991 ble det inngått swap-avtaler mellom Norges Bank og EFs sentralbanker som skal sikre likviditetsstøtte ved intervensjoner i valutamarkedet. Totalt omfatter dette 2 milliarder ecu. Det ble også etablert en uformell årlig konsultasjon mellom formannen i Rådet av finansministre i EF, ECOFIN, og den norske finansminister og sentralbanksjef. Senere har både Sverige og Finland knyttet sine valutakurser til teoretisk ecu. På grunn av presset mot finske mark i valutamarkedet, opphevet Finlands Bank svingningsmarginen mot den teoretiske ecu midlertidig fra 14. november 1991. Den 15. november ble det fastsatt en ny sentralkurs på mark, som innebar en devaluering på 12,3 prosent, og svingningsmarginen ble gjeninnført. Sveriges Riksbank og Finlands Bank har ikke inngått tilsvarende swap-avtaler som Norges Bank¹⁾.

Obligasjonsmarkedet

Ecu kan foreløpig ikke sidestilles med ordinære nasjonale valutaer. Det finnes ikke mynter og sedler som kan brukes som betalingsmiddel. Men på mange andre områder har ecu utviklet seg til å bli en selvstendig valuta. I de to følgende avsnitt går vi gjennom en del finansielle markeder hvor ecu har økt sin betydning i de senere år. Først behandles obligasjonsmarkedet i ecu, dvs. markedet for langsiktige, omsettelige lån.

Ecu har i vesentlig grad styrket sin posisjon i dette markedet de siste årene. Det første obligasjonslånet i ecu ble utstedt i 1981. Fra 1982 til 1984 ble i alt 5,3 milliarder

Tabell 2.2. Internasjonale låneutstedelser i ulike valutaer i prosent av samlede låneutstedelser

Valuta	1988	1989	1990	1991 (-aug.)
Amerikanske dollar (USD)	41,7	55,2	38,9	32,5
Britiske pund (GBP)	13,2	8,7	11,6	11,9
Tyske mark (DEM)	13,2	7,7	10,2	7,6
Japanske yen (JPY)	8,9	7,3	12,7	10,9
Franske franc (FRF)	1,3	2,1	5,2	5,4
Canadiske dollar (CAD)	7,3	5,9	3,5	8,7
Ecu (XEU)	6,3	5,9	9,9	15,3
Andre	8,1	7,2	8,0	7,7
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0
Memo: Totalt utstedt (i milliarder amerikanske dollar)				
	178,9	212,9	180,1	161,7

Kilde: OECD.

der ecu utstedt i markedet. I neste treårsperiode steg det totale volum nye lån til 19 milliarder ecu.

Tabell 2.2 viser at ecu ytterligere har økt sin betydning som internasjonal lånevaluta fra 1988.

En utstrakt statlig låneaktivitet i ecu de tre første månedene i 1991 er hovedårsaken til at ecus markedsandel er sterkt stigende i år.

I de første årene etter at ecu ble introdusert i det internasjonale kapitalmarkedet, var bedrifter de viktigste låntakerne. Disse hadde som regel ikke et kommersielt behov for ecu, og låneprovenyet ble ofte vekslet om til andre valutaer. I de to siste årene har dette endret seg. Statlige myndigheter og internasjonale organisasjoner, som f.eks. Verdensbanken, har på kort tid blitt dominerende låntakere i ecu (figur 2.1).

Fram til 1989 la statlige organer bare sporadisk ut ecu-lån. I mai 1989 tok Frankrike opp et lån på 500 millioner ecu. Dette markerte starten på økt statlig låneinteresse i ecu. I perioden mai 1989 – oktober 1991 har statlige myndigheter lagt ut statslån for over 20 milliarder ecu²⁾. Lånene har nor-

¹⁾ Kronens tilknytning til ecu er behandlet nærmere i Penger og Kreditt nr. 4/1990.

²⁾ Statsgaranterte selskaper ikke medregnet.

malt vært store (over 500 millioner ecu) og lett omsettelige. Spesielt har Frankrike, Storbritannia og Italia vært viktige låntakere. Også Norge har hentet kapital fra dette markedet. I juni 1991 tok Norge opp et obligasjonslån på 1 milliard ecu. Dette lånet regnes med blant de mest likvide statslån som er utstedt i ecu.

Forsikringsselskaper, pensjonsfond og sentralbanker er dominerende investorer i de internasjonale kapitalmarkedene. Disse ønsker gjerne å plassere kapital i store lån som er lette å omsette i annenhåndsmarkedet. Det er også viktig å minimere risikoen for manglende tilbakebetaling av lånet. Disse kravene er i økende grad blitt tilfredsstillt ved kapitalplasseringer i obligasjonsmarkedet i ecu. Derfor er ecu blitt en viktigere investeringsvaluta for disse investorkategoriene. I tillegg sprer en valutarisikoen sin ved å investere i ecu. Dette gjør obligasjonsmarkedet i ecu enda mer attraktivt for de store, internasjonale investorene.

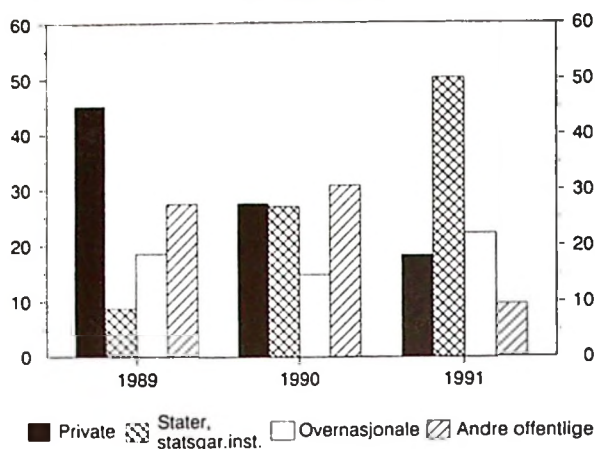
Norges Bank investerte i ecuobligasjoner for første gang i 1985. Ved årsskiftet 1990/91 var 12,3% av valutareservene plassert i ecu.

Andre markeder

Futuresmarkedet. Handel i futureskontrakter er et kjøp eller salg av et underliggende instrument med fremtidig levering. I finansmarkedene kan det underliggende instrumentet være kortsiktig (f.eks. et pengemarkedsinnskudd) eller av lengre varighet (obligasjoner). Kjøp og salg av obligasjoner med fremtidig levering er gjerne begrunnet i behovet for å sikre seg mot fremtidige rentebevegelser. Futuresmarkedet nyttes også til spekulasjon.

Priser på futureskontrakter for obligasjoner i ecu noteres på børsene i London og i Paris. I Paris ble disse kontraktene notert første gang 18. oktober 1990. Børsen i London tok opp noteringene 6. mars 1991. Omsetningen har til nå vært lav begge ste-

Figur 2.1. Markedsandeler av låneutstedelser i ecu. Prosent



Kilde: Bondware/J.P.Morgan sec. ltd.

der. Dette kan delvis skyldes at markedet ennå er i startfasen.

I pengemarkedet kan man sikre seg mot – eller spekulere i – kortsiktige rentebevegelser ved kjøp eller salg av 3 månedersrente futureskontrakter. Disse kontraktene noteres i London, og er knyttet opp til den fremtidige renten i pengemarkedet. Man kan også inngå avtaler om renten på en fremtidig pengemarkedsplassering gjennom såkalte FRA-avtaler (Forward Rate Agreements).

Swapmarkedet. Et voksende obligasjonsmarked har ført til større bruk av renteswapper i ecu. I en renteswap byttes f.eks. en fast rente (opp til 10 år) med en 6 måneders flytende rente. Den flytende renten er gjerne knyttet til en offisielt notert pengemarkedsrente (f.eks. 6 måneders LIBOR – London Interbank Offered Rate). Noe av bakgrunnen for swapmarkedet er at høy betalingsdyktighet gir større renteutslag ved langsiktig opplåning enn ved kortsiktig. En låntaker med stor tillit i markedet kan for eksempel ta opp et lån med 10 års løpetid til en fast og relativt lav rente. Denne renten byttes i swapmarkedet til en pengemarkedsrente som endres hvert halvår. Låntakeren sitter igjen med en renteforpliktelse i pengemarkedet som er lavere enn hva

han ville oppnådd direkte. Motparten i swapmarkedet har fått en fastrenteforpliktelse som også er lavere enn hva han ville oppnådd ved selv å ta opp et langsiktig lån.

Tidligere kunne en observere at swaprentene i ecu steg merkbart ved utstedelser av «Certificati del Tesoro» (italienske statssertifikater, utstedt i ecu). Dette skyldtes den italienske kildeskatten, som investorene ble kompensert for gjennom høyere avkastning. Institusjoner med rett til refusjon av kildeskatten fikk dermed en svært gunstig effektiv rente. Den kunne swappes til en flytende pengemarkedsrente som lå betraktelig over avkastningen på alternative plasseringer. Siden markedsdeltakerne etter hvert er blitt flinkere til å forutse disse bevegelsene, er denne effekten nå svekket.

Også bruken av valutaswapper mellom ecu og andre valutaer er økt. I en valuta-swap bytter en f.eks. ecu mot tilsvarende mengde amerikanske dollar spot (med 2 dagers oppgjør) og reverserer handelen på et fremtidig tidspunkt til en kurs som bestemmes av det relative renteforholdet mellom landene.

Bankinnskudd og -sertifikater. De fleste internasjonale bankene oppgir innlans- og utlansrenter på tidsinnskudd i ecu. Disse investeringene har en løpetid fra 1 dag til 1 år. Bankinnskudd er det viktigste pengemarkedsinstrumentet i ecu. Ved årsskiftet 1990/91 var nærmere 88% av investeringene i pengemarkedet i ecu gjort som bankinnskudd. Det internasjonale markedet for tidsinnskudd i ecu er det femte største i verden. Bare markedene for amerikanske dollar, tyske mark, sveitsiske franc og japanske yen er større.

Mange av disse bankene utsteder også banksertifikater (såkalte CD – Certificates of Deposits). En kjøper da et lånebevis som banken utsteder. Dette lånebeviset er omsettelig, slik at en ikke binder investeringen helt til lånebeviset forfaller. I forhold til det store markedet for tidsinnskudd i ecu, er

omsetningen av banksertifikater utstedt i ecu beskjeden.

Statssertifikater. Storbritannia auksjonerer månedlig statssertifikater i ecu. Disse har 1, 3 eller 6 måneders løpetid. Hvert sertifikatlån har en total størrelse på opp til 1 milliard ecu.

Italia har utstedt 1-års statssertifikater siden 1987. Disse var opprinnelig utstedt i italienske lire, men kan nå betales og innløses i ecu.

Andre investeringsmuligheter. Det foreligger også andre kortsiktige investeringsobjekter:

- Commercial Papers er omsettelige lånebevis som utstedes av statsgaranterte institusjoner og ordinære foretak. Disse har som regel en kort levetid (mindre enn 1 år)
- Medium Term Notes minner mye om ordinære obligasjoner. Levetiden er imidlertid kortere (1 – 3 år), og lånebeløpet er som regel mindre enn hva som er vanlig ved et obligasjonslån.
- Flytende rente obligasjoner er utstedt både av stater, statsgaranterte institusjoner og private foretak. Obligasjonene gir halvårlige eller kvartalsvise kupongutbetalinger. Kupongstørrelsen for neste periode er som regel knyttet til renten på tilsvarende pengemarkeds plasseringer. Italia har utstedt et flytende rente lån på 1 milliard ecu. Dette er mer enn dobbelt så stort som andre flytende rente lån utstedt av stater eller internasjonale organisasjoner i ecu.

Avvik mellom teoretiske og private ecu

Foran i artikkelen er det vist at en finner den såkalte teoretiske ecu-verdien målt i norske kroner ved å multiplisere mengden av de respektive EF-valutaene i ecu med spotkursen mellom disse valutaene og norske kroner. Det samme kan en selvsagt gjøre

i en hvilken som helst konvertibel valuta. Ved å gå et skritt videre, og veie sammenlignbare renter i EF-landene med landenes faktiske ecu-vekt, kan en konstruere en teoretisk ecu-rente. I motsetning til private ecu-renter er en teoretisk ecu-rente kun en beregnet størrelse som ikke brukes ved handel.

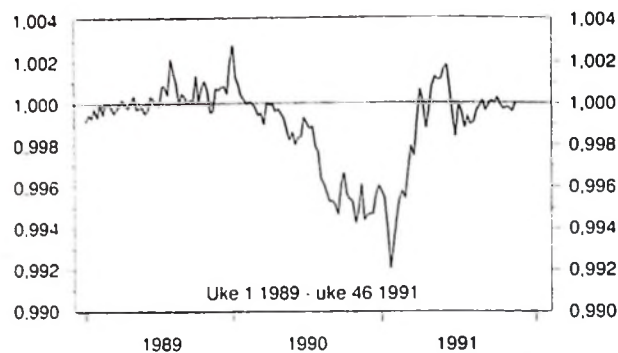
Siden det ikke er direkte innløsningsrett mellom teoretiske og private ecu, oppstår det kursforskjeller mellom disse. Figur 2.2. illustrerer dette avviket i perioden fra 1989.

Tilsvarende kan det også oppstå avvik mellom teoretiske og private ecu-renter. Figur 2.3 viser renten på en 3 måneders pengemarkedsinvestering i ecu og den tilhørende teoretiske rente etter 1989.

Avviket mellom disse to rentene var spesielt sterkt i de første månedene av 1991. På det meste kunne en oppnå nærmere 1 prosentpoeng høyere avkastning ved å investere i komponentvalutaene fremfor ecu. I denne perioden tok Storbritannia opp et lån på 2,75 milliarder ecu. Låneprovenyet ble i første omgang ikke swappet til andre valutslag, men plassert i kortsiktige pengemarkedsinnskudd. De korte ecu-rentene falt sterkt som følge av den økte likviditeten i systemet. Også andre nye store lån bidrog til denne utviklingen. Flere store internasjonale banker utnyttet dette ved å kjøpe komponentvalutaene mot ecu. Dette reduserte den store forskjellen mellom teoretiske og private ecu-renter utover våren 1991.

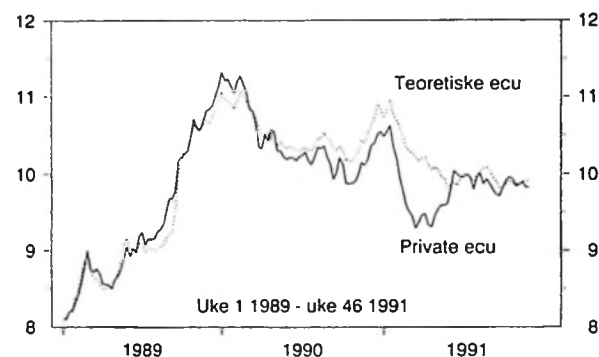
I obligasjonsmarkedet kan en kjøpe ecu-obligasjoner med løpetid fra 3 til 10 år. I tillegg har Italia utstedt et stort obligasjonslån med 20 års løpetid. Gjennom hele 1991 har avkastningen på disse obligasjonene vært lavere enn den tilhørende teoretiske verdi. En viktig årsak er diskusjonen om fremtiden for ecu. De lange obligasjonslånene vil forfalle på et tidspunkt da mange forventer at EFs monetære union er realisert. Ecu inngår i EFs planer om en monetær union som den fremtidige felles valuta i EF-landene. Markedet har forventet at den fremtidige ecu vil øke sin verdi relativt til

Figur 2.2. Kursutvikling. Privat ecu pr. teoretisk ecu



Kilde: Norges Bank

Figur 2.3. Renter for 3 mnd bankinnskudd i privat og teoretisk ecu



Kilde: Norges Bank

de fleste medlemsvalutaene i EMS. En har derfor vært villig til å betale mer for en ecu-obligasjon enn den teoretiske verdi skulle tilsi.

Fremtidens ecu

En komite, ledet av EF-kommisjonens president Jacques Delors, la i 1989 fram en rapport om realiseringen av EFs økonomiske og monetære union. I rapporten foreslås at unionen realiseres i tre skritt:

1. Iverksettelse av EFs indre marked, økt samordning av den økonomiske politikk i EF-landene, fjerne hindringer for privat bruk av ecu, og deltakelse i ERM fra

de EF-land som fortsatt står utenfor kurssamarbeidet (Hellas og Portugal). Denne prosessen startet i juli 1990.

2. Dannelse av et felles europeisk sentralbanksystem som skal forberede overgangen til en felles pengepolitikk i EF.
3. Etablering av faste kurser mellom alle ERM-valutaene med videre utvikling til en felles valuta. Den europeiske sentralbanken overtar styringen av pengepolitikken i EF.

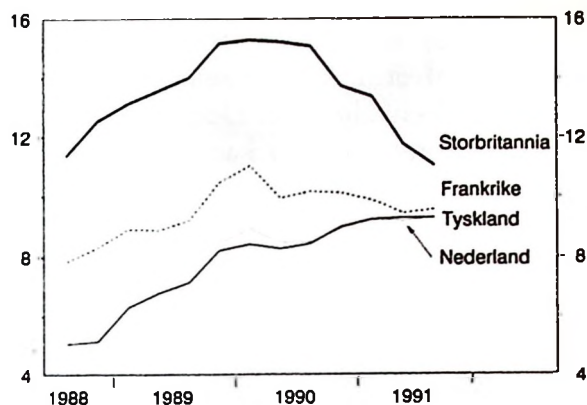
I disse dager er EF i ferd med å vedta planene om en økonomisk og monetær union¹⁾. En realisering av denne unionen vil innebære en ytterligere konvergens mellom rentene i EF-landene. Tettere samarbeid om pengepolitikken og enda mindre svingningsmarginer i ERM reduserer renteforskjellene som er knyttet til valutakursforventninger. Om den europeiske monetære union, EMU, gjennomføres som planlagt, vil valutakursbevegelsene innen ERM forsvinne. Da er også den viktigste årsaken til renteforskjellene i EF eliminert. En monetær union fordrer også en økt samordning av finanspolitikken. Hvis medlemslandene fritt finansierer budsjettunderskuddene i det internasjonale kapitalmarked, vil dette legge et uakseptabelt press på en felles sentralbank som skal holde kursforholdet mellom enkeltvalutaene fast.

Mange mener at kurssamarbeidet i EF har ført til at renteforskjellene har skrumpet inn. Inflasjonsforskjellene er også mindre. Figurene 2.4, 2.5 og 2.6 viser rente- og inflasjonsutviklingen i viktige EF-land.

Ecu er pekt ut som EFs fremtidige felles valuta. Men EF-landene har til nå ikke blitt enige om innholdet i fremtidens ecu. To forslag er mye debattert: en «hardere» ecu («Hard basket ecu») og en frys av dagens kurv («Frozen basket ecu»).

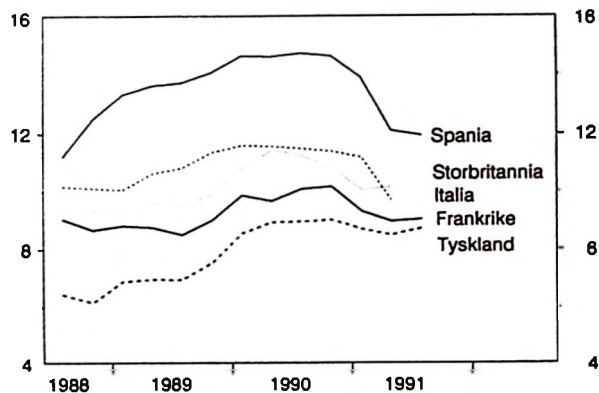
¹⁾ Dette temaet er behandlet i Penger og Kreditt 1989/3: «Går vi mot en økonomisk og monetær union i EF?», av Håkon Sannes.

Figur 2.4. Tremåneders pengemarkedsrenter, kvartalsgjennomsnitt



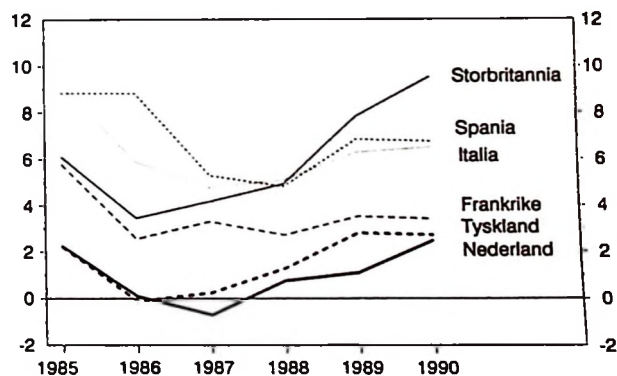
Kilde: IMF

Figur 2.5. Lange statsobligasjonsrenter, kvartalsgjennomsnitt



Kilde: IMF

Figur 2.6. Konsumprisindeks i utvalgte land. Prosentvis endring



Kilde: IMF

En hardere kurv («Hard Basket ecu»).

Tyskland og Spania stod opprinnelig bak dette alternativet. Ved kursjusteringer i EMS endres kurvsammensetningen slik at ecus sentralverdi ikke svekkes relativt til noen av enkeltvalutaene. Dette medfører at sammensetningen av ecu kan endres hyppigere enn dagens 5-årige intervaller. En er garantert at ecus sentralverdi følger den sterkeste enkeltvalutaen. I perioden mellom kursjusteringene trenger ikke ecu følge denne valutaen. Men som en del av prosessen mot en økonomisk og monetær union ønsker flere EF-land at de bilaterale svingningsmarginene i ERM skal reduseres ytterligere. Muligheten for kortsiktig svekkelse av ecu vil da bli enda mindre.

Når markedet forventer en kursjustering innen ERM bør en også forvente at rentene i landet med den sterkeste enkeltvaluta er en øvre grense for ecu-rentene. Ved en kursjustering vil en i dette scenariet vite at ecu ikke kan devalueres mot noen enkeltvaluta. Da er det ikke nødvendig å kreve ekstraavkastning ut over rentenivået i det landet ecu-kursen følger, nemlig landet med den sterkeste valutaen. I «normalsituasjonen», hvor kursjusteringer er uaktuelt, kan ecu-rentene godt ligge over rentene i landet med den sterkeste enkeltvalutaen. Men med den rentekonvergens som ligger implisitt i den monetære union, vil det ikke være snakk om store avvik.

På lengre sikt bør sterke valutaer også ha de laveste rentene. Tradisjonelt har tyske mark vært den sterke valutaen i Europa. Her har også rentene normalt vært lavest. Skulle ecu få en garanti for at den ikke kunne svekkes mot andre EF-valutaer ved kursjusteringene, ville den med stor sannsynlighet bli den nye lavrentevalutaen i Europa.

I skrivende stund er det usannsynlig at EF-landene vil enes om en «hard basket

ecu» i perioden fram til realiseringen av EFs monetære union. I den politiske debatt som har foregått fram mot det viktige toppmøtet i EF i desember 1991, har i stedet forslaget om en frys av dagens kurv samlet økende oppslutning.

Frys av dagens kurv («Frozen Basket ecu»).
EF-kommisjonen har satt fram forslag om å «fryse» dagens kurv. Mengden av hver valuta i ecu kan da ikke endres i fremtiden, og nye valutaer vil ikke bli representert i kurven, selv om EF skulle utvides med nye medlemsland. De enkelte valutaers sentralkurs mot ecu kan likevel endres gjennom kursjusteringer i EMS. Som i dag vil derfor valutaer som stiger i verdi øke sin faktiske ecu-vekt. Etter kursjusteringer i EMS («realignments») vil sterke valutaer få ytterligere rom for å øke sin faktiske ecu-vekt.

Som nevnt har dette alternativet blitt mer og mer aktuelt fram mot det avgjørende toppmøtet i EF, hvor planene om den økonomiske og monetære union skal behandles. En fordel ved en frys av dagens kurv, sammenlignet med en hardere ecu, er at en frys ikke reiser usikkerhet om definisjonen av ecu.

Hvis dette blir det endelige utfall av diskusjonen om den fremtidige ecu, er det grunn til å tro at renteforskjellen mellom teoretiske og private ecu reduseres. Ved dette alternativet vet en at dagens oppbygging av ecu-kurven også er fremtidens. Transaksjonskostnader, andre praktiske hensyn og forventninger til kurssvingninger innen ERM rettferdiggjør likevel avvik mellom teoretiske og private renter, selv under «Frozen Basket-scenariet». Men siden diskusjonen om ecuens fremtidige verdi har vært den viktigste grunn til dagens avvik, skulle avviket altså reduseres når denne usikkerheten forsvinner.

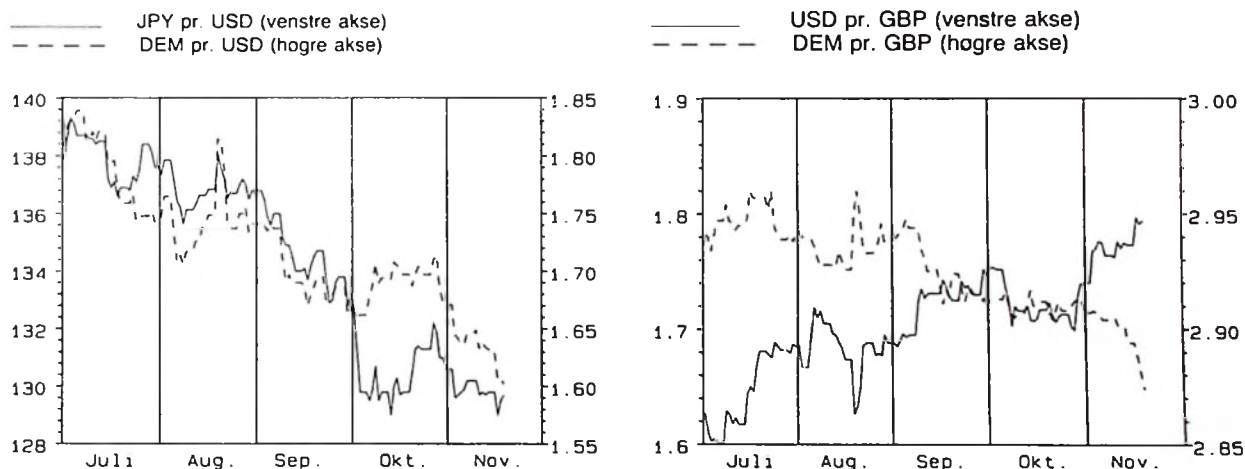
Utviklinga i penge-, kapital- og valutamarknadene

Dei internasjonale penge-, kapital- og valutamarknadene

Valutamarknadene. Dei internasjonale kursrørslene har også dei siste månadene vore prega av sterke svingingar mellom amerikanske dollar og andre nøkkelvalutaer. Hovudtrenden har vore at dollar har deprimert overfor tyske mark, britiske pund og japanske yen. Dei siste tre månadene har pund svekka seg noko mot tyske mark.

Renteutviklinga. Tremånadersrenta i Storbritannia fall markert i byrjinga av september, etter nokre månader med svakt fallande renter. Deretter har tremånadersrenta stige til eit noko høgare nivå. Dei siste fem månadene har det vore eit vedvarande fall i tremånadersrentene i USA og Japan. I Tyskland har derimot tremånadersrenta stige

Figur 3.1 Kursutviklinga for hovudvalutaene. Dagstal. 1. juli 1991 — 20. november 1991



Kjelde: Noregs Bank

svakt i denne perioden. Dei lange rentene har dei siste månadene vore svakt fallande i USA og Tyskland. I Storbritannia og Japan fall dei lange rentene sterkare enn i USA og Tyskland frå juli til utgangen av september. Deretter har dei flata ut i Japan, mens dei har vorte litt høgare igjen i Storbritannia.

Internasjonale aksjemarknader. Frå utgangen av andre kvartal og fram til 18. november i år har aksjekursane i USA, Tyskland og Storbritannia stige, mens dei har gått ned i Japan. I alle desse landa har aksjekursane vore fallande frå utgangen av tredje kvartal og fram til 18. november.

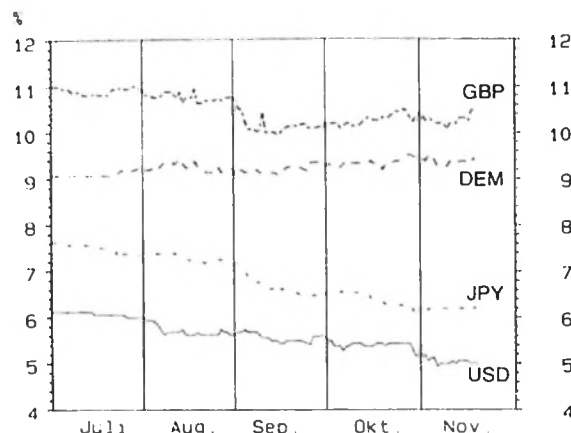
Tabell 3.1. Internasjonale aksjemarknader

	Indeks	Prosentvis endring pr. 18.11.91 frå utgangen av	
		3.kv.1991	1.kv.1991
Bors:			
Dow Jones Industr., New York	2 955,30	-1,8	2,7
Nikkei, Tokyo	23 400,10	-2,2	-11,2
Commerzbank, Frankfurt	1 860,70	-0,5	2,7
FT-SE100, London	2 502,90	-4,5	2,7

Kjelde: Financial Times

Internasjonale kapitalmarknader. Bankane sine internasjonale fordringar fall gjennom andre kvartal i år, mens dei steig i andre kvartal i fjor. Frå andre kvartal i fjor til andre kvartal i år har det vore små endringar i fordelinga av bankane sine internasjonale fordringar på ulike valutaslag. Gjennom dei føregåande åra har dollar-andelen og yen-andelen falle, mens mark-andelen har auka. Samla internasjonal opplåning var noko lågare i 1990 enn åra før. Dei tre første kvartal i år har derimot opplåninga auka i høve til same periode i fjor. Samanliknar vi tredje kvartal i år med tredje kvartal i fjor, har «internasjonale institusjonar og andre land» auka sin andel av nye lån, mens OECD-landa og utviklingslanda har redusert sine andelar.

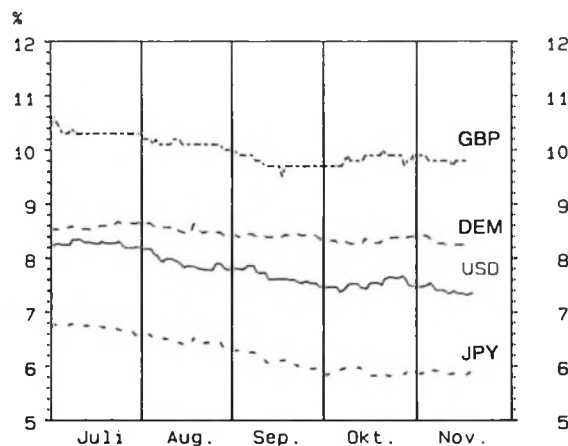
Figur 3.2 Internasjonale rentesatsar for kortsiktige plasseringar (3 måneders eurorente). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1991 – 20. november 1991¹⁾



¹⁾ I tabell 27 i tabellvedlegget finst månadstal for kortsiktige rentesatsar for sentrale valutaer det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.3 Internasjonale rentesatsar for langsiktige plasseringar (10 års statsobligasjonar). Nominell rente, prosent p.a. Dagstal. 1. juli 1991 – 20. november 1991¹⁾



¹⁾ I tabell 29 i tabellvedlegget finst månadstal for effektive renter på 10 års obligasjonar det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.2. Endringar i bankane sine internasjonale fordringar¹⁾. Milliardar USD.

	1988	1989	1990	1990 2.kv.	1991 2.kv.	Ute- stående 2.kv. 1991
Totalt	436	685	600	66	-108	5 758
- Av dette vis-a-vis:						
ikkje-bankar	83	144	222	53	28	1 533
bankar (og ufordelt)	353	541	378	12	-136	4 225

¹⁾ Med internasjonale fordringar (external positions) er det meint

- utlån over landegrensene i alle valutaer
- utlån til innlendingar i framand valuta
- tilsvarande fordringar utanom utlån

Kjelde: BIS

Tabell 3.3. Bankane sine internasjonale fordringar, valutafordelt. Prosent av samla internasjonale fordringar

	Desember			2.kv.	2.kv.
	1988	1989	1990	1990	1991
Amerikanske dollar (USD)	40,2	39,2	35,9	37,3	36,7
Tyske mark (DEM)	9,7	10,4	11,3	11,0	9,9
Sveitsiske franc (CHF)	4,0	3,8	4,2	4,3	3,8
Japanske yen (JPY)	11,1	10,4	10,2	9,5	10,3
Britiske pund (GBP)	3,2	3,2	3,8	3,6	3,3
Ecu	1,9	2,2	2,5	2,5	2,6
Ufordelt ¹⁾	29,9	30,8	32,1	31,8	33,4
Totalt i mrd. USD	4 520	5 355	6 269	5 523	5 758,1

¹⁾ Inkluderer andre valutaer enn dei som er med i tabellen, og også fordringar hos bankar i andre land enn heimlanda til dei fem valutaene som er spesifiserte.

Kjelde: BIS

Tabell 3.4. Nye internasjonale lån, fordelt på låneinstrument. Milliardar USD

	1988	1989	1990	1990	1991
				3.kv.	3.kv.
Obligasjons- utskrivningar	230	256	230	59	78
- Av dette med flytande rente	22	18	37	12	4
Bankutlån	126	121	121	32	22
Anna internasjonale opplåning	17	8	7	3	1
Samla opplåning	372	385	358	95	101

Kjelde: OECD

Tabell 3.5. Nye internasjonale lån, fordelt på låntakarland. Prosent av samla opplåning.

	1988	1989	1990	1990	1991
				3.kv.	3.kv.
OECD	86,2	87,2	83,7	84,3	81,8
Utviklingsland	6,4	5,1	6,5	7,9	7,2
Aust-Europa	1,2	1,2	1,3	0,8	0,7
Internasjonale institusjonar og andre land	6,2	6,5	8,5	7,0	10,3

Kjelde: OECD

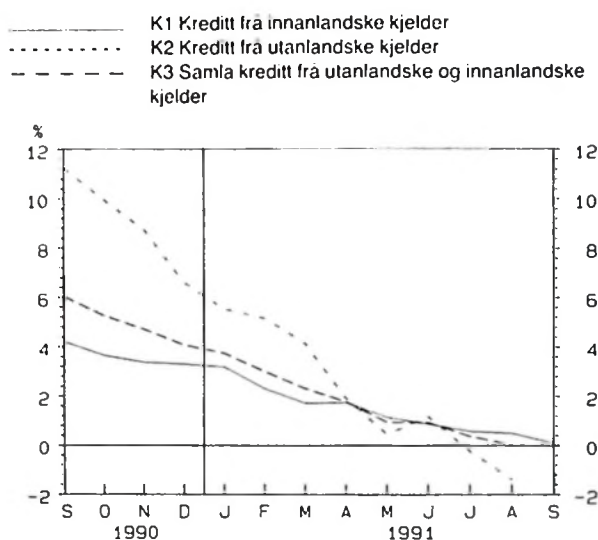
Penge-, kreditt- og valutatilføva i Noreg

Kreditttilførsla. Tolvmånadersveksten i kreditt til næringsliv, hushald og kommunar frå innanlandske kjelder har gjennom 1990 og fram til og med september i år vore jamnt avtakande. Veksten i kreditt frå utlandet, som lenge låg på eit høgare nivå enn veksten i innanlandsk kreditttilførsel, er no lågare enn den innanlandske kredittveksten. Frå utgangen av juli har veksten i kreditt frå utlandet vore negativ. Tolvmånadersveksten i kreditt frå innanlandske kjelder var 0,1 prosent ved utgangen av september. Samla kreditt frå utanlandske og innanlandske kjelder auka med vel 0,3 milliardar kroner (0,0 prosent) dei siste 12 månadene fram til utgangen av august.

Publikums likviditet. Tolvmånadersveksten i pengemengda (beholdninga publikum har av bankinnskot, setlar og mynt) har vore jamnt avtakande frå januar til august. Frå august til september steig tolvmånadersveksten i pengemengda kraftig, frå 2,4 prosent til 9,8 prosent. Dette har dels samanheng med at SMS-innskota blir rekna med i pengemengdebegrepet etter at dei vart frigjevne frå 16. september i år. Attståande innskot på konti som tidlegare vart rekna inn under SMS-ordninga, stod for om lag halvparten av tolvmånadersveksten ved utgangen av september. Den underliggjande veksten i pengemengda auka frå å vera negativ ved utgangen av juli og august, til 8,4 prosent ved utgangen av september. Med underliggjande vekst er meint veksten i pengemengda frå førre til siste tremånadersperiode omrekna til årleg rate.

Rentene. Pengemarknadsrentene steig i september, men har felle noko igjen i oktober og november. D-lånsrenta vart sett opp frå 9,5 prosent til 10,0 prosent den 19. september. Den effektive D-lånsrenta auka dermed frå 9,9 til 10,5 prosent. Rentene på statsobligasjonar har vore omtrent uendra, mens rentene på private obligasjonar har auka

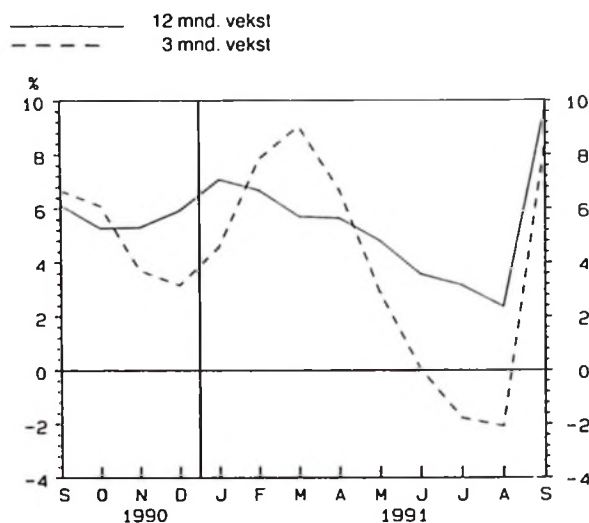
Figur 3.4 Vekst i kreditt til næringsliv, hushaldningar og kommunar. September 1990 — september 1991. (Prosentvis vekst siste tolv månader.)¹⁾



¹⁾ Tabell 21 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i K1 og K3 det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

Figur 3.5 Vekst i publikums likviditet, sesongjustert. September 1990 — september 1991¹⁾.



¹⁾ Tabell 21 i tabellvedlegget viser tal for 12-månadersveksten i publikums likviditet (M2).

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.6. Effektive renter: Kortsiktige rentesatsar og rentesatsar i obligasjonsmarknaden. Gjennomsnitt pr måned.

	1991					
	juni	juli	aug.	sept.	okt.	nov. ¹⁾
Eurokronerenter ²⁾						
1 mnd.	11,1	11,1	10,8	11,3	11,2	10,9
3 mnd.	10,8	11,0	10,9	11,1	11,0	10,8
12 mnd.	10,4	10,5	10,4	10,6	10,5	10,4
D-lånsrente	9,9	9,9	9,9	10,2	10,5	10,5
Statsobligasjonar ³⁾						
attstående løpetid: 0-3 år	9,9	9,9	9,8	9,8	9,9	9,9
3-6 år	9,6	9,7	9,7	9,7	9,8	9,8
over 6 år	9,8	9,8	9,7	9,8	9,9	9,9
Private obligasjonar						
attstående løpetid: 1 år	10,9	10,8	10,9	11,0	11,1	11,1
5 år	10,6	10,6	10,6	10,7	10,8	10,9
Rentedifferansar :						
Korte renter. Kroner mot ecu ⁴⁾	0,2	0,3	0,2	0,6	0,5	0,2
Lange renter. Kroner mot ecu ⁵⁾	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,1

¹⁾ Gjennomsnitt for perioden 1.-18. november.

²⁾ Tabell 26 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar for nominelle renter

³⁾ Tabell 28 i tabellvedlegget har lengre tidsseriar.

⁴⁾ Differanse mellom 3. mnd pengemarknadsrente i norske kroner og teoretisk ecu-rente. For lengre tidsseriar sjå tabell 27.

⁵⁾ Differanse mellom rente på norske statsobligasjonar med attstående løpetid på 3-6 år og teoretisk ecu-rente på 5 år. For lengre tidsseriar sjå tabell 29.

Tabell 3.7. Sentralbanktilførsel¹⁾

	1991 ²⁾				
	juni	juli	aug.	sep.	okt.
Gjennomsnitt pr dag (mrd. kr.)	71,6	67,0	61,0	58,7	56,6
av dette D-lån	9,9	9,5	8,1	9,2	9,9
F-lån	47,5	46,1	43,7	38,0	34,7
anna finansiering	14,2	11,3	9,1	11,5	12,0
D-lånstilgang	12,5	11,9	11,9	12,3	13,5
Utlagte F-lån:					
Likviditetsverknad frå	løpetid	storleik	gjennomsnittleg		
	(mnd.)	(mrd. kr.)	effektiv rente		
4. januar	6	2,0	12,14		
17. januar	1	5,0	11,91		
1. februar	3	4,0	12,01		
18. februar	6	6,0	11,33		
1. mars	6	4,0	11,49		
18. mars	3	6,0	11,31		
21. mai	3	6,0	10,68		
21. mai	6	6,0	10,58		
14. juni	3	6,0	10,63		
1. juli	12	4,0	10,51		
16. juli	3	4,0	10,85		
16. august	6	4,0	10,73		
17. september	1	5,6	10,81		
17. september	6	6,0	10,96		
1. oktober	12	4,0	10,81		
18. november	0,5	9,0	10,50		

¹⁾ Oversikt over bankane sine lån i Noregs Bank over ein lengre tidsperiode finst bak i heftet, under «Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene».

²⁾ Fom. januar 1991 har D-lånsperioden blitt redusert til 1/2 kalendermånad. Utrekningsgrunnlaget har samstundes blitt endra. Sjå runskriv nr. 17/7 desember 1990.

Kjelde: Noregs Bank

svakt dei siste månadene. Den korte og lange rentedifferansen i høve til teoretisk ecu auka kraftig i september og oktober, men har avtatt igjen i november.

Verkemiddelbruken. Samla sentralbanktilførsel var på det høgste ved utgangen av juni, men har deretter avtatt. Dei siste månadene har det samla omfanget av F-lån gått vesentleg ned.

Valutamarknaden. Kursen på den norske krona, målt mot ecu, har sidan byrjinga av juli og fram til 19. november variert mellom 8,008 og 8,032. Dette inneber at verdien til krona har vore mellom 0,2 og 0,5 prosent lågare enn den fastsette sentralverdien. I same periode har Noregs Bank netto selt utanlandsk valuta motsvarande 2,7 milliardar kroner.

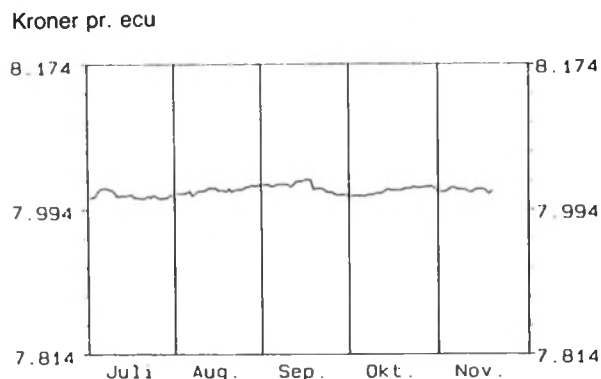
Verdipapirmarknaden i Noreg

Sertifikat. Bruttoemisjonar av sertifikat har auka kraftig dei siste par åra. I løpet av dei tre første kvartala i år er det særleg bank- og statssertifikat som står for auken i samla volum av sertifikat-emisjonar. Sist i oktober blei det lagt ut eit 12-månaders statssertifikatlån. Effektiv rente på lånet var 10,1 prosent. Private institusjonar teikna seg for 50 millionar, Noregs Bank for 500 millionar og andre offentlege institusjonar for 6 milliardar kroner.

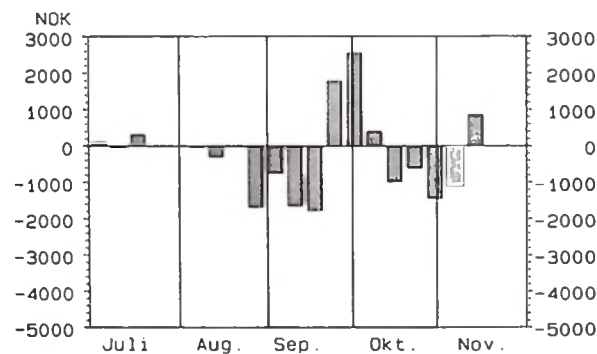
Obligasjonar. Bruttoemisjonar av obligasjonar var lågare i 1990 enn i 1989. Samla bruttoemisjonar av obligasjonar var om lag like stort dei tre første kvartala i år som i same periode i fjor. Samansetjinga har endra seg gjennom at emisjonar av statsobligasjonar har auka mens emisjonar av kredittforetaksobligasjonar har gått ned.

Aksjeindeksen. Totalindeksen på Oslo Børs har vist nedgang rekna både frå utgangen av andre og frå utgangen av tredje kvartal og

Figur 3.6 *Kronekursen¹⁾ og Noregs Banks intervensjonar. 1. juli 1991 – 20. november 1991.*



Kjøp (+) og sal (-) av utanlandsk valuta. Millionar kroner. Veketal.



¹⁾ Tabell 41 i tabellvedlegget viser månedlege gjennomsnittstal for kronekursen det siste året.

Kjelde: Noregs Bank

fram til 18. november. I begge periodane er det bankindeksen som har svekka seg mest.

Omsetnad av verdipapir. Totalomsetnaden av verdipapir på Oslo Børs auka frå 1989 til 1990. Omsetnaden dei ti første månadene i 1991 auka i høve til same periode i fjor. Dette skuldast ein sterk auke i omsetnaden av obligasjonar.

Frå byrjinga av 1991 og fram til utgangen av første veka av november i år har utlendingar netto kjøpt VPS-registrerte obligasjonar og sertifikat for 2,9 milliardar kroner. I same periode har utlendingar netto selt VPS-registrerte aksjar for 0,1 milliard kroner. Ved utgangen av første veka av november i år satt utlendingar med VPS-registrerte obligasjonar til ein pålydande verdi av 24,3 milliardar kroner.

Tabell 3.8. Sertifikatmarknaden¹⁾. Bruttoemisjonar av sertifikat etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1989	1990	1990	1991
	t.o.m. 3. kvartal			
Statssertifikat	31,1	31,5	24,7	30,3
Banksertifikat	42,2	61,9	37,8	69,0
Kreditsertifikat	10,2	17,9	13,3	14,6
Lånesertifikat	23,9	30,3	21,8	20,8
Finanssertifikat	0,9	1,8	1,7	1,5
I alt	108,3	143,4	99,3	136,2

¹⁾ Tabell 18 i tabellvedlegget viser beholdning av sertifikat lagt ut i Noreg fordelt på eigarsektorar. Tabell 19 viser beholdning av sertifikat etter låntakarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank.

Tabell 3.11. Omsetnad av verdipapir (marknadsverdi, milliardar kroner)

	1989	1990	1990	1991
			jan-okt.	jan-okt.
<i>Omsetnad på Oslo Børs</i>				
Obligasjonar	180,9	296,8	256,9	369,4
– statsobligasjonar	48,7	39,6	32,9	92,9
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statsobligasjonar ¹⁾	10,1	2,1	6,8	16,7
Sertifikat	12,8	22,0	20,6	21,5
Av dette Noregs Banks bruttohandel med statssertifikat ¹⁾	11,1	21,9	20,1	20,2
Aksjar og teikningsrettar	86,4	88,4	74,9	60,1
Totalomsetnad Oslo Børs	280,1	407,2	352,4	451,0

¹⁾ Ikkje medrekna Noregs Banks handel med statsforvaltinga og Folketrygdfondet. Pålydande verdi.

Kjelde: Noregs Bank og Oslo Børs.

Tabell 3.9. Obligasjonsmarknaden¹⁾. Bruttoemisjonar av ihendehaverobligasjonar etter låntakarsektor. (Milliardar kroner)

	1989	1990	1990	1991
	t.o.m. 3. kvartal			
Statsforvaltinga	10,9	0,0	0,0	12,0
Statsbankar og statsforetak	6,4	8,4	6,7	2,7
Private bankar og forsikringsselskap	4,2	3,0	2,8	2,6
Kredittforetak	46,1	38,4	31,2	22,2
Private og kommunar	9,7	6,5	5,3	6,2
Utanlandske låntakarar	0,0	1,4	0,9	0,3
I alt	77,3	57,7	46,9	46,0

¹⁾ Tabell 15 i tabellvedlegget viser beholdning av obligasjonar i VPS fordelt på eigarsektorar.

Kjelde: Noregs Bank

Tabell 3.10. Aksjemarknaden. Oslo Børs.

	Indeks	Prosentvis endring pr 18.11.91 frå utgangen av	
	18.11.91	3.kv. 1991	2.kv. 1991
Totalindeksen	422,10	-14,3	-15,3
Bank	29,65	-32,4	-55,1
Forsikring	208,06	-28,9	-33,0
Industri	660,75	-12,3	-12,7
Skip	538,60	-14,6	-11,7

Kjelde: Oslo Børs.

Utviklinga i finansinstitusjonane

Renteutviklinga i finansinstitusjonane. Gjennomsnittleg utlåns- og innskotsrente i forretnings- og sparebankar gjekk ned frå utgangen av andre til utgangen av tredje kvartal i år. Gjennomsnittleg rentemargin for forretnings- og sparebankar gjekk også ned i denne perioden. Det same gjorde gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringsselskap og kredittforetak.

Resultata til finansinstitusjonane. Dei største forretnings- og sparebankane hadde som gruppe negativt driftsresultat etter tap gjennom dei første 8 månadene i år. I prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital var driftsresultatet i denne perioden dårlegare enn i dei 4 første månadene. Dette skuldast høgare tap i andre tertial.

Også for kredittforetaka vart driftsresultatet, målt i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital, dårlegare i andre tertial enn i første. Driftsresultatet dei første 8 månadene i år var likevel betre enn for fjoråret sett under eitt. Dette skuldast hovudsakleg tapsutviklinga.

For dei 7 største finansieringsselskapa (som står for ca. 60 prosent av samla forvaltningskapital i finansieringsselskapa) var

Tabell 3.12. Renter på innskot og utlån i norske finansinstitusjonar¹⁾²⁾

	Utgangen av		
	1.kv. 1991	2.kv. 1991	3.kv. 1991
Forretningsbankar			
Bankinnskot i alt	8,94	8,64	8,60
Utlån i alt	14,21	13,86	13,57
Rentemargin	5,27	5,22	4,97
Sparebankar			
Bankinnskot i alt	8,83	8,53	8,43
Utlån i alt	14,06	13,92	13,77
Rentemargin	5,23	5,39	5,34
Livsforsikringsselskap			
Utlån i alt	12,26	12,20	11,85
Kredittforetak			
Utlån i alt	12,78	12,73	12,60

¹⁾ Tabellen viser vegde gjennomsnittelege rentesatsar for alle utlån og innskot til/frå publikum.

²⁾ I tabell 30 og 31 i tabellvedlegget finst tal for gjennomsnittleg utlånsrente etter ulike typar utlån, og for gjennomsnittleg innskotsrente etter ulike typar innskot i forretnings- og sparebankane. Tabell 34 og 35 viser gjennomsnittleg utlånsrente i livsforsikringsselskapa og kredittforetaka splitta på ulike typar utlån. Tabellane har tal for dei siste fem kvartala.

driftsresultatet, i prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital, dårlegare i andre tertial enn i første som følge av høgare tap. Samanlikna med heile 1990 var det likevel ei klar betring av resultatet dei første 8 månadene i år. Dette skuldast både høgare rentenetto og lågare tap.

Tabell 3.13. Hovudtal for resultata til forretnings- og sparebankane. Prosent av gjennomsnittleg forvaltningskapital¹⁾.

	Sparebankar ²⁾			Forretningsbankar		
	Året 1990	1. tertial 1991	1. og 2. tertial 1991 ³⁾	Året 1990	1. tertial 1991	1. og 2. tertial 1991 ³⁾
Netto rente- og kred.prov.inntekter	3,86	3,85	3,86	2,50	2,43	2,43
Andre driftsinntekter	0,73	0,75	0,73	1,13	1,07	1,05
Andre driftskostnader	3,21	3,29	3,32	2,54	2,49	2,53
Driftsresultat før tap	1,38	1,31	1,27	1,08	1,00	0,94
Bokførte tap på utlån og garantiar	2,08	1,44	1,86	1,86	2,05	2,76 ⁴⁾
Driftsresultat etter realisert tap	-0,70	-0,13	-0,59	-0,78	-1,05	-2,70 ⁴⁾

¹⁾ Sjå tabellvedlegg, tabell 36-38, for lengre tidsseriar. Tabellane 39 og 40 i tabellvedlegget viser resultatutviklinga for kredittforetaka og finansieringsselskapa.

²⁾ Utval på 25 bankar.

³⁾ Foreløpige tal.

⁴⁾ Dei tre største forretningsbankane har gått over til kvartalsvis rekneskap. Dette har særleg verknad for storleiken på tap og driftsresultat etter tap. For desse to postane er tala for dei tre største forretningsbankane berekna som 8/9 av tala pr. 30.09.91.

Kjelde: Noregs Bank.

Policies in Relation to the Norwegian Banking Sector

by Governor Hermod Skånland

*Utenlandske finanskretser har i høst vist økende interesse for situasjonen i det norske bankvesenet. Sentralbanksjef Hermod Skånland gav på denne bakgrunn en orientering til representanter for tyske, sveitsiske og østerrikske banker i Frankfurt den 2. oktober. I forbindelse med IMF's og Verdensbankens årsmøte i Bangkok ble det gitt en tilsvarende orientering for en gruppe inviterte finansfolk den 16. oktober. Den nedenstående artikkelen bygger på disse orienteringene og omtaler også de hendelsene som fant sted de nærmeste dagene etter 16. oktober. Artikkelen ble trykt i Norges Banks engelske kvartalsskrift *Economic Bulletin*, no 3/1991, som kom ut i månedsskiftet oktober/november. Da vi antar at den er av interesse også for mange av *Penger og Kredits* lesere, gjengir vi den her, i uendret form.*

Background to the problems

It is well known that due to heavy losses major Norwegian financial institutions have experienced severe difficulties over the last few years. Whereas bank losses constituted less than 0.5% of loans up to 1986, the ratio rose sharply in 1987. Since then they have been in the range 1.5-2.5% of total loans per year. As a result, the banks as a whole have been in deficit, or at best broken even, and their reserves have been eroded. In this situation it has been difficult for them to attract fresh capital by issuing shares and (in the case of savings banks) primary capital certificates.

The public debate in Norway has been much concerned with apportioning responsibility for the financial crisis, and of course the most obvious culprit is the banks themselves. However, a look at how the crisis could have been avoided clearly shows that the responsibility is broader.

There is an important element of political error. Had the income tax deductibility of interest payments been reduced at a much earlier stage, had fiscal policy been less expansionary and had political regulation of nominal interest rates been abolished as soon as the Norwegian krone came under pressure, there would hardly have been a banking crisis.

But there is, certainly, also an important

element of bad banking practices. Had the banks competed less in terms of volume and more in terms of long-term profitability, had they been more prudent in their lending operations and less sanguine about the future, there would again hardly have been a general banking crisis.

It can also be said that if business and households alike had maintained a sound aversion to deep indebtedness and been more realistic about their prospects for servicing debt commitments, the situation today would have been much more favourable for banks as well as for business and households.

And finally, had there not been a sudden decline in oil prices in early 1986, the government's demand policy could have been more smoothly adjusted, and the banking crisis would at least have been less severe.

But mistakes were made, oil prices did fall, and the banks have suffered the fate which I have just described. Let us therefore not dwell on the past, but rather turn to the measures taken to tackle these problems.

The safety net up to 1991

The safety net for financial institutions has up to recently consisted of two elements. The first comprises the guarantee funds of

the commercial banks and the savings banks. These funds were established as far back as in 1962, and they had hardly been drawn upon until 1988. Their capital has been accumulated over the years by contributions from member banks and in both cases the funds are to consist of 1.5% of the members' combined total assets. The Commercial Banks' Guarantee Fund's capital has been fully paid up, while the Savings Banks' Fund's capital consists partly of warrants from member banks.

The second element of the safety net is liquidity protection provided by Norges Bank in its role as lender of last resort. For the bulk of Norges Bank's loans to banks there is no collateral. This strengthens the position of other creditors.

In cases where banks have lost part or all of their capital, varying solutions have been chosen. The two private Guarantee Funds have extended support to 14 distressed banks since 1987, mainly small and medium-sized saving banks. In these cases the Savings Banks' Fund has normally provided support in the form of guarantee capital combined with various forms of liquidity support from Norges Bank subject to guarantee by the Fund. Concurrently, the Fund has endeavoured to negotiate mergers with local savings banks.

In one case Norges Bank contributed to recapitalizing a savings bank. This involved writing down a loan to Sparebanken Nord-Norge, which had a dominant position in the northernmost part of the country.

Among commercial banks, Sunnmørsbanken, a medium-sized bank in Western Norway, was the first to turn to the Guarantee Fund after its capital was lost in 1988. In this case the Fund issued a general guarantee for all of Sunnmørsbanken's commitments, including subordinated debt which in this case was owned by foreign banks.

Only in one case has a Norwegian bank been liquidated under the system of public

administration by decision of the Ministry of Finance. When it became clear that the capital of Norion Bank, a small commercial bank established in 1985, was exhausted, the Guarantee Fund decided not to provide support for continued operation of the bank. The Fund did, however, provide a guarantee for all non-bank deposits. The Fund's judgement that liquidation would have only marginal and short-lived effects upon confidence in the financial system was confirmed by experience.

Towards the end of 1990 the Commercial Banks' Guarantee Fund decided to allocate up to NOK 2bn for the supply of preference capital to member banks. The preference capital will have priority over share capital but not over subordinated debt. The capital will confer no voting rights. This amount was augmented by a further NOK 1bn in June this year to be used in conjunction with a new share issue.

The Government Bank Insurance Fund

By the end of last year the commitments of the guarantee funds had reached a level at which their ability to fulfil their role could be questioned. Subsequently, the third element of the safety net was established last March. It consists of the Government Bank Insurance Fund established by special legislation and an initial allocation of NOK 5bn to the Fund.

The Fund will grant interest-bearing loans to the banks' guarantee funds when their own resources are insufficient to allow them to fulfil their functions. Loans are granted on a case-by-case basis to be further channelled as risk capital to identified member banks. The Fund is a separate legal entity with a board composed of three independent members appointed by the Government.

The Government Bank Insurance Fund sets the conditions for the use of support loans. The conditions are set with a view to placing the beneficiary bank in a position to

fulfil the statutory capital adequacy requirements. The Fund has the right to demand that the bank write down its share capital or primary certificate capital and withhold dividend payments on such capital.

The Fund may decide that its preference capital shall yield priority to new capital. The preference capital may also be converted to ordinary share capital with a view to early sale in the market. By decision of the Storting portions of the total claim in the form of outstanding loan and interest can be waived if the guarantee funds' financial position is such that servicing the debt becomes a burden that severely reduces the banking system's ability to function.

The Government Fund has to date handled two cases. The first of them concerns Christiania Bank. Against the background of heavy losses posted by this bank in the second quarter of 1991 and the associated weakening of its financial position, Christiania Bank received in late August NOK 2.1bn in preference capital from the Commercial Banks' Guarantee Fund. Of this, NOK 1.8bn was provided by the Government Fund and the remainder was from the Fund's own resources.

The second case was Fokus Bank. This bank received in late 1990 an own-funds guarantee of NOK 1500m from the Commercial Banks' Guarantee Fund, which was subsequently converted into preference capital. After continued losses the Government Bank Insurance Fund granted a support loan of NOK 650m for the purpose of providing further preference capital to Fokus Bank. With this additional capital Fokus Bank has a capital ratio of 7.9%.

In both cases a number of conditions are attached to the loans. These involve inter alia the drawing up and implementation of a plan based on the assumption that the banks' post-loss operating result will at least break even for the year 1992 and for the year 1993 provide a commercial rate of return on the capital. The plan will be fol-

lowed up by the Fund through quarterly reports from the banks. Furthermore, changes have been made in the senior management of both banks and some board members have been replaced. Others, who have only recently been appointed, among them both chairmen, continue in their positions.

In connection with the 1991 tax reform the Storting decided that taxpayers with so called negative balances (surplus write-offs tied to business assets which are taxable reserves) will receive tax benefits estimated at 20% of the purchase price if they acquire bank shares and hold them for five years. The purpose is to stimulate private investment in the banking industry and thus improve the banks' ability to fulfil the capital adequacy requirements.

However, in the middle of October it became clear that the financial position of Christiania Bank was much weaker than earlier known. Heavy third-quarter losses wiped out the private share capital, according to preliminary figures from the bank.

On this background, the Government proposed on 17 October 1991 new measures to strengthen the financial position of Norwegian banks. The measures are designed to improve the banks' earnings and strengthen their financial position (see Box overleaf)

The outlook

What, then, are the current prospects for our banks? I need not remind you that each bank is a separate entity which should be judged on its own merits. A number of them are doing reasonably well, but most of these do not operate internationally and are therefore not our concern in this context.

As described above, the Government and Norges Bank have taken steps to improve banks' earnings. However, this should not cause the banks to ease their efforts to reduce costs and improve earnings. Their efforts to reduce operating costs have

The Royal Ministry of Finance and Customs

Press release

17 October 1991

The Government will propose new measures which will strengthen the financial position of Norwegian banks, Minister of Finance Sigbjørn Johnsen announced in an address to the Storting today. The measures are intended to improve the banks' earnings and strengthen the solidity of the banks.

The background for the proposals are the recent developments in Christiania Bank og Kreditkasse, where heavy third quarter losses have wiped out the private share capital, according to the preliminary figures from the bank.

The Government underlines the need for sufficient measures in order to bolster confidence in the banking system, based on the safety net for banks which is already established.

The measures aimed at improving the profitability of the banks are as follows:

- Part of the current central bank loans to private banks will be replaced by a new deposit arrangement, which will reduce banks' annual payments by more than 1.1 billion kroner. This could for instance be realised by deposits in the amount of 25 billion kroner at an interest rate of 6 pct. Norges Bank's freedom of action with regard to interest rate policy will be maintained.
- Liquidity requirements will be reduced by appr. 10 billion kroner for the banks as a whole. This provides for repayment of expensive borrowed funds, which may contribute to improvements in annual earnings in the amount of more than 100 mill. kroner.
- The banks' premium payments into the guarantee funds will be reduced to 25 pct. of the full requirement for 1992. This equals savings of almost 700 million kroner annually for the banks as a whole.

The measures aimed at improving the solidity of the banks are as follows:

- The Government will propose an allocation of 6 billion kroner to the Government Bank Insurance Fund in the form of an amendment to the 1991 budget. The Fund was established earlier this year with a capital of 5 billion kroner.
- The conditions for the subordinated loans from the Government Bank Insurance Fund to the Commercial Banks' Guarantee Fund will be revaluated, with the intention of reducing the debt service burden of the commercial banks.
- One billion kroner will be proposed appropriated to the Savings Banks Guarantee Fund in the form of an amendment to the 1991 budget.
- The Government will propose amendments to the act governing the Government Bank Insurance Fund, introducing extended powers which include the right for the Fund to buy equity issued by banks.
- A new government institution will be established with a capital of 4.5 billion kroner, with the objective of participating in new equity issues from private banks.

already yielded some improvement in the accounts, some improvement is in the pipeline, and the effects of the steps now being taken will come into evidence in the course of next year. In addition to this, banks are now significantly raising their charges for payment services which have been grossly underpriced for a long time. Although their overall performance will depend heavily on the loss estimates, it certainly helps to improve pre-loss profits.

Concerning loan losses I cannot say that the difficult years are now behind us since there is still great uncertainty attached to the development of the economy at large — which is of course of decisive importance for the banks. While the petroleum industry is booming and the shipping industry is generally faring well, the mainland economy is still sluggish. This is partly due to a rather depressed situation among many of our trading partners, and partly to low domestic demand. The private sector prefers to use an improvement in real incomes to consolidate financial balances rather than for the purchase of goods and services. Looking ahead there are, however, clear signs of an increase in industrial investment, concentrated in industries exposed to international competition. We also expect some revival of private consumption, and international organisations like the IMF and OECD project a gradual improvement in the international economy.

Of more immediate significance for the banks is that property prices appear to be bottoming out, and are even showing an improvement in some parts of the market. The depression in this sector, which has gone far beyond anybody's expectations, has been an important reason for the repeated upward revisions of loss estimates.

The commitment of the authorities

In my annual address in February 1988 I described the central bank's role in relation to problems which might arise in the financial sector in the following way:

«Should individual financial institutions find themselves in a position which could affect general confidence in the credit market, Norges Bank — cognizant of its responsibility as the central bank — is prepared to take such measures as are necessary to bolster confidence in our financial system».

The establishment of the Government Bank Insurance Fund and the measures presented on 17 October 1991 indicate that this commitment is being organized somewhat differently from what was then foreseen. To the financial markets it implies, however, that the Government is putting its weight behind the commitment which was then made by the central bank. This should certainly not make it any weaker.

Some might say that our commitment still falls short of a formal guarantee. If we took such a step, however, we would be very close to nationalizing the banks. And it is the Government's firm intention to maintain the banking system in private hands. This means that the Government will sell, at a later stage, the interests it will have to acquire in order to resolve the crisis.

The real guarantee to the banks' creditors is our own vested interest in maintaining a viable banking system. And since both the Government and the central bank are in a stronger financial position than you will find in most countries, we also have the means necessary to secure this objective.

Utenlandske direkte investeringer i Norge¹⁾

Svein Olav Hansen, førstefullmektig, og Bjørn Wamli, avdelingssjef i Statistikkavdelingen i Norges Bank

Norges Bank viderefører i denne artikkelen kartleggingen av utlendingers eierinteresser i norske selskaper, og presenterer nå tall for utenlandsk direkte investert kapital i Norge ved utgangen av årene 1987 til og med 1990. Tallene for årene 1987 og 1988, som ble presentert i Penger og Kreditt 1990/2, er korrigert. Hele perioden sett under ett viser en beholdningsøkning av utenlandsk direkte investert kapital i norske selskaper på 19,6 milliarder kroner, fra 53,7 milliarder kroner ved utgangen av 1987 til 73,3 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Omtrent halvparten av all utenlandsk investert kapital var plassert i oljesektoren. Fordelt etter eierland stod USA for 53,6 prosent av investert kapital ved utgangen av 1987, en andel som var redusert til 45,6 prosent ved utgangen av 1990.

Fra og med 1987 til og med 1990 ble det i alt utdelt 22,3 milliarder kroner som utbytte til de utenlandske investorene. I tillegg ble en del av fortjenesten pløyd tilbake i de norske selskapene. Utlendingenes andel av denne såkalte reinvesterte fortjeneste utgjorde 16,9 milliarder kroner.

Generelt om tallmaterialet

En gjennomgang av grunnlagsmaterialet som ble gjort i forkant av den nye undersøkelsen, og sammenligninger som er foretatt under innsamlingen av materialet for 1989 og 1990, har vist at det tallmaterialet som ble presentert i Penger og Kreditt 1990/2, ikke gav et fullstendig bilde av omfanget av utenlandske direkte investeringer i Norge ved utgangen av 1987 og 1988. Den viktigste årsaken til dette var at en del filialer av utenlandske selskaper, spesielt innen oljesektoren, ikke var inkludert i materialet, ettersom undersøkelsen var konsentrert om utenlandske eierinteresser i norske aksjeselskaper. Samtidig har det vist seg nødvendig å justere noen andre sider ved grunnlagsmaterialet. Resultatene for 1987 og 1988 som her presenteres, er derfor på visse områder vesentlig endret i forhold til tidligere publiserte tall.

Norges Bank utarbeider for tiden to typer statistikk over utenlandske direkte investeringer i Norge og norske direkte investeringer i utlandet. Som ledd i arbeidet med

valutastatistikken og utenriksregnskapet utarbeides månedlig statistikk bygget på meldinger om betalingsstrømmer til og fra utlandet. Denne statistikken viser investeringsstrømmer, det vil si økning eller nedgang i beholdningen av direkte investeringer. I tillegg har Norges Bank de siste par år utbygget statistikkgrunnlaget gjennom årlige spørreundersøkelser. Hovedhensikten med dette er å fremskaffe data som ikke fanges opp i den månedlige statistikken, for eksempel omfanget av den reinvesterte fortjeneste, og samtidig utarbeide beholdningstall som et supplement til den løpende statistikken.

Tallmaterialet som presenteres i denne artikkelen, er begrenset til norske selskaper hvor den enkelte utenlandske investor deltar med 10 prosent eller mer av eierkapitalen. Dette er en grense som det er vanlig å benytte internasjonalt. Materialet innehol-

¹⁾ En direkte investering er en investering over landegrensene der investor har til hensikt å etablere en varig økonomisk forbindelse og utøve effektiv innflytelse på virksomheten i investeringsobjektet. Denne definisjon følger internasjonale retningslinjer på dette felt.

der videre bare selskaper hvor den utenlandske investor deltar med en direkte eierandel. Er den norske virksomheten organisert som et konsern, er således bare «konsernspissen» inkludert i materialet. Tallene i spørreundersøkelsen representerer de bokførte verdiene i de norske selskapene.

Totalt inneholder tallmaterialet noe i underkant av 2 000 norske selskaper med utenlandske eierinteresser. Vi gjør oppmerksom på at tallene domineres av et relativt lite antall større selskaper. Som illustrasjon på dette, kan nevnes at ca. 60 prosent av utenlandsk investert kapital i Norge var samlet i 25 norske selskaper ved utgangen av 1990. Hovedvekten av disse selskapene var relatert til oljesektoren.

Investert kapital

Beholdningen av utenlandsk direkte investert kapital i Norge økte som nevnt innledningsvis med 19,6 milliarder kroner fra 53,7 milliarder kroner ved utgangen av 1987 til 73,3 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Utenlandsk direkte investert kapital omfatter utenlandske investorers andel av total egenkapital, med tillegg av de utenlandske investorers netto langsiktige lånefordringer på de norske selskaper.

Tabell 1 viser at det var sterkest økning i investert kapital i slutten av perioden, vesentlig som følge av en økning i utenlandske investorers langsiktige lånefordringer på de norske selskap. Når 2/3 av investert kapital var ved utgangen av 1989 og 1990 plassert i egenkapital. Dette var en nedgang sett i forhold til de to foregående år, hvor den investerte kapitalen i form av egenkapital utgjorde over 3/4. Aksjekapitalens andel av egenkapitalen, som ved utgangen av 1987 var på 27,7 prosent, har i perioden fram til utgangen av 1990 steget til 39,0 prosent. Som tabellen viser, har de utenlandske investorene i liten grad tatt opp lån i de norske selskaper.

Total egenkapital i de norske selskaper var ved utgangen av 1990 på 55,0 milliarder

Tabell 1. Utenlandsk direkte investert kapital¹⁾ i Norge ved utgangen av 1987, 1988, 1989 og 1990. Tall i milliarder kroner

	1987	1988	1989	1990
Total	53,7	56,9	64,3	73,3
Egenkapital	42,2	43,9	41,4	45,6
Herav aksjekapital	(11,7)	(12,8)	(16,1)	(17,8)
Netto langsiktige lånefordringer	11,5	13,0	22,9	27,7
Brutto langsiktige lånefordringer	12,9	15,1	23,7	29,1
Brutto langsiktig lånegjeld	1,4	2,1	0,8	1,4

¹⁾ Utenlandsk direkte investert kapital omfatter utenlandsk andel av egenkapital med tillegg av utenlandsk investors netto langsiktige lånefordringer på norsk selskap.

kroner, hvorav den utenlandske andelen utgjorde 45,6 milliarder kroner (82,9 prosent). Tilsvarende utgjorde den totale aksjekapital ved utgangen av 1990 23,7 milliarder kroner. Av dette beløpet var 17,8 milliarder kroner (75,1 prosent) på utenlandske hender. Dette illustrerer at materialet domineres av selskaper med stor utenlandsk innflytelse; ofte er selskapene heleide. Dette er typisk for hele perioden.

Tallmaterialet omfatter selskaper med både positiv og negativ egenkapital. Den utenlandske andelen av positiv egenkapital utgjorde 49,4 milliarder kroner ved utgangen av 1989 og 53,3 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Utenlandsk andel av negativ egenkapital utgjorde følgelig 8,0 milliarder kroner ved utgangen av 1989 og 7,7 milliarder kroner ved utgangen av 1990.

Geografisk fordeling

Tabell 2 viser at investorer hjemmehørende i USA i hele fireårsperioden har vært den dominerende eiergruppen i norske selskaper. Amerikanske investorer hadde i 1987 en andel på 53,6 prosent, (tilsvarende 28,8 milliarder kroner) av den samlede uten-

Tabell 2. Utenlandsk direkte investert kapital¹⁾ i Norge ved utgangen av 1987, 1988, 1989 og 1990 fordelt geografisk. Tall i milliarder kroner

	1987	1988	1989	1990
Total	53,7	56,9	64,3	73,3
USA	28,8	30,7	32,9	33,4
Sverige	6,6	7,7	10,0	12,5
Frankrike	6,7	6,8	5,2	7,2
Nederland	1,9	2,9	3,5	3,6
Sveits	2,0	2,7	2,7	4,3
Storbritannia	3,4	1,7	0,2	-0,3
Tyskland	1,1	1,5	3,0	3,3
Danmark	1,2	1,4	2,0	1,6
Øvrige land	2,0	1,5	4,8	7,7
Norden	8,3	9,6	12,6	16,5
EF-land	15,9	15,1	14,6	15,9

¹⁾ Se fotnote i tabell 1.

landske investerte kapital. Selv om den prosentvise andelen gradvis ble redusert til 45,6 prosent ved utgangen av 1990, utgjorde amerikanske investeringer i beløp hele 33,4 milliarder kroner. De amerikanske investeringer er i første rekke foretatt i oljesektoren.

Sverige er det land som etter USA fremstår som det største eierland, selv om beløpene er av en helt annen størrelse. Sveriges andel av den investerte kapital, som ved utgangen av 1987 utgjorde 6,6 milliarder kroner (12,3 prosent), ble beløpsmessig nær fordoblet i løpet av perioden og utgjorde ved utgangen av 1990 12,5 milliarder kroner (17,0 prosent). Det har ellers innen de fleste land og landgrupper funnet sted en relativt jevn beløpsmessig vekst hva angår investert kapital. Det eneste land som bryter dette mønsteret, er Storbritannia, som viser en nedgang fra 3,4 milliarder kroner ved utgangen av 1987 til -0,3 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Materialet viser at en overveiende del av de britiske investeringene i Norge stort sett hadde samme vekst som de øvrige land. Imidlertid gjorde et mindre antall selskaper med negativ egen-

kapital spesielt store utslag for Storbritannia, særlig i slutten av perioden. Den betydelige veksten som fant sted i gruppen «øvrige land» for 1989 og 1990, var forårsaket av et fåtall investeringer fra Japan og Finland.

Fordeling etter næring

Tabell 3 viser utenlandsk direkte investert kapital fordelt etter norsk selskaps næring. Fordelingen er basert på hovedinndelingen i standard for næringsgruppering.

Oljeutvinning og bergverksdrift var den dominerende næringsgruppe, med nær 50 prosent av investert kapital i hele perioden. Beløpsmessig økte investert kapital i denne gruppen fra 26,7 milliarder kroner ved utgangen av 1987 til 35,6 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Bergverksdrift utgjorde i denne sammenheng bare en ubetydelig andel.

Noen selskaper med utvinningstillatelse på norsk sokkel, men som verken er opera-

Tabell 3. Utenlandsk direkte investert kapital¹⁾ i Norge ved utgangen av 1987, 1988, 1989 og 1990 fordelt på næring. Tall i milliarder kroner

	1987	1988	1989	1990
Total	53,7	56,9	64,3	73,3
Oljeutvinning og bergverksdrift	26,7	26,9	30,4	35,6
Bank- og finansieringsvirksomhet, forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting	11,1	11,7	13,8	15,1
Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet	7,7	9,3	10,4	13,0
Industri	6,5	6,9	7,2	7,7
Bygge- og anleggsvirksomhet	0,9	1,1	1,4	1,1
Transport, lagring, post og telekommunikasjon	0,6	0,7	1,0	0,7
Andre næringer	0,2	0,3	0,1	0,1

¹⁾ Se fotnote i tabell 1.

tør eller har virksomhet på linje med det operatører har, er i standard for næringsgruppering plassert i gruppen «bank- og finansieringsvirksomhet, forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting». Ser vi disse selskapene sammen med næringsgruppen «oljeutvinning og bergverksdrift», stod en slik utvidet oljesektor ved utgangen av 1987, 1988, 1989 og 1990 for henholdsvis 33,7; 34,2; 36,4 og 41,3 milliarder kroner. Over halvparten av den investerte kapital i Norge i den aktuelle perioden var således foretatt i selskaper direkte knyttet til oljeutvinning i Nordsjøen.

De øvrige næringsgrupper hadde utenlandsk investert kapital på 20,0 milliarder kroner (37,2 prosent) ved utgangen av 1987, og den steg til 32,0 milliarder kroner (43,7 prosent) ved utgangen av 1990.

Tar vi utgangspunkt i nevnte utvidede oljesektor, er næringsgruppen «varehandel, hotell og restaurantvirksomhet» nest størst. Investert kapital i denne næringsgruppen økte fra 7,7 milliarder kroner ved utgangen av 1987 til 13,0 milliarder kroner ved utgangen av 1990. Utenlandske investeringer i industrivirksomhet utgjorde også betydelige beløp, med 6,5 milliarder kroner ved utgangen av 1987 og 7,7 milliarder kroner ved utgangen av 1990.

Avkastning

Vi har definert utenlandsk investors avkastning på investert kapital som: andel av reinvestert fortjeneste i det norske selskapet tillagt andel av faktisk utbetalt utbytte samt renteinntekter på netto langsiktige lånefordringer. Det har ikke vært vår målsetting å foreta inngående lønnsomhetsbetraktninger av de selskaper som inngår i materialet. En fullstendig lønnsomhetsanalyse ville måtte omfatte også andre regnskapsdata og forhold utenfor regnskapsresultatene.

Som nevnt innledningsvis, er vi spesielt interessert i å få fram omfanget av og utviklingen i den reinvesterte fortjeneste (den del av fortjenesten i de norske selskapene som

ikke er delt ut som utbytte til aksjonærene, men som er pløyd tilbake i selskapene). Begrepet reinvestert fortjeneste er i vår undersøkelse definert som resultat før årsoppgjørdisposisjoner, korrigert for skatt og faktisk utbetalt utbytte i løpet av regnskapsåret (uavhengig av når utbyttet er avsatt). Den utenlandske investors andel av reinvestert fortjeneste er beregnet ut fra den prosentvise andel av eierkapitalen.

Reinvestert fortjeneste skal i prinsippet inngå i utenriksregnskapet som avkastning, samtidig som et tilsvarende beløp skal føres i kapitalbalansen som en direkte investering. Den månedlige valutastatistikken mangler tall for reinvestert fortjeneste, ettersom dette sjelden medfører transaksjoner. Følgelig inngår reinvestert fortjeneste ikke i utenriksregnskapet i dag.

Norges Bank har tidligere publisert en undersøkelse om norske direkte investeringer i utlandet for årene 1988 og 1989 (Penger og Kreditt 1991/3), hvor norske investors reinvesterte fortjeneste i utenlandske selskaper ble beregnet til -1,1 milliarder kroner i 1988 og 0,8 milliarder kroner i 1989. Sammenholdt med utlendingenes reinvesterte fortjeneste i norske selskaper de samme år, på henholdsvis 2,1 milliarder kroner og 1,7 milliarder kroner, utgjorde nettovirkningen 3,2 milliarder kroner i 1988 og 0,9 milliarder kroner i 1989. Da dette representerer en netto kapitalavkastning for utlandet, skulle Norges driftsbalanse overfor utlandet i prinsippet reduseres med henholdsvis 3,2 milliarder kroner for 1988 og 0,9 milliarder kroner for 1989 i forhold til de tall som er publisert.

Utlendingenes totale avkastning på investert kapital i Norge i perioden 1987 til og med 1990 utgjorde 42 milliarder kroner (jf. tabell 4). Ettersom tall for investors renteinntekter på netto langsiktige lånefordringer ikke er tilgjengelige for årene 1987 og 1988, er det grunn til å tro at den faktiske avkastningen i perioden er noe høyere.

Av den totale avkastningen utgjorde det faktisk utbetalte utbytte til de utenlandske

Tabell 4. Utlendingers avkastning på direkte investert kapital¹⁾ i Norge i 1987, 1988, 1989 og 1990. Tall i milliarder kroner

	1987	1988	1989	1990
Total avkastning	13,4 ²⁾	7,6 ²⁾	9,0	12,0
Reinvestert fortjeneste	9,2	2,1	1,7	3,9
Utbetalt utbytte	4,2	5,5	5,9	6,7
Renteinntekter	²⁾	²⁾	1,5	1,7
Renteutgifter	²⁾	²⁾	0,1	0,3

¹⁾ Se fotnote i tabell 1.

²⁾ Tall for utenlandske investorers renteinntekter og renteutgifter på langsiktige lånefordringer og lånegjeld er ikke tilgjengelige for årene 1987 og 1988.

investorer hele 22,3 milliarder kroner, mens 16,9 milliarder kroner skriver seg fra andel av reinvestert fortjeneste. Materialet viser at fordelingen av avkastningen mellom næringsgruppene har vært forholdsvis konstant. Oljesektoren har også her vært den dominerende næringsgruppen, og ca. 70 prosent av periodens avkastning kom fra denne sektoren.

Ettersom oljesektoren domineres av

amerikanske investorer, viser en fordeling av periodens samlede avkastning etter investorland at USAs andel utgjorde ca. 50 prosent. Frankrike følger deretter, med en andel på ca. 15 prosent, mens Sverige og Storbritannia har en andel på ca. 10 prosent hver.

Et spesielt trekk ved avkastningen i perioden, er at 1987 skiller seg ut med en reinvestert fortjeneste dette året på hele 9,2 milliarder kroner, mens tallet de tre påfølgende år var på henholdsvis 2,1; 1,7 og 3,9 milliarder kroner. Norges Bank har ikke opplysninger om den reinvesterte fortjenesten før 1987, slik at det er vanskelig å fastslå om 1987 var et enkeltstående tilfelle. Det kan imidlertid fastslås at reduksjonen i den reinvesterte fortjenesten fra 1987 til 1988 har funnet sted innenfor alle de områder som er med i vårt materiale. Dette skulle tilsi at tallene for 1987 ikke er påvirket av enkeltvise store utslag, og at vi ser en overgang til en periode med lavere fortjeneste fra og med 1988. Nedgangen i total avkastning har imidlertid ikke gjort tilsvarende utslag i utbetalt utbytte.

Finansielle tjenester, kapitalbevegelser og økonomisk-politisk samarbeid innenfor EØS-avtalen

Jan Fredrik Qvigstad¹⁾

EFTA-landene og EF har forhandlet ferdig en avtale som vil skape det største integrerte markedet i verden. Varer, tjenester, kapital og personer vil kunne bevege seg fritt på tvers av landegrensener. Viktige skritt vil bli tatt for at konkurransen i dette markedet skal skje på like vilkår. Dermed er det skapt et potensiale for økt velstand.

I denne artikkelen beskrives noen hovedpunkter i avtalen for kapitalbevegelser, økonomisk-politisk samarbeid og finansielle tjenester — de områdene som kommer nærmest opp til Norges Banks ansvarsområde. Statistikk-samarbeid er også en viktig del av EØS-avtalen. Norges Bank vil være involvert når det gjelder betalingsbalanse- og finansmarkedsstatistikk. Dette samarbeidet er ikke omtalt her.

EFTA-landene har allerede en frihandelsavtale med EF, så hva er egentlig nytt? Litt røft kan kanskje svaret være at mens den eksisterende frihandelsavtalen regulerer handelen med varer, dvs. én av de såkalte «frihetene», vil EØS-avtalen omfatte alle fire «frihetene», nemlig varer, tjenester, kapital og personer.

Når det gjelder varer, omfatter den eksisterende frihandelsavtalen bare industrivarer. EØS-avtalen vil

- utvide omfanget av varer ved også å inkludere en del fiske- og jordbruksvarer.
- effektivisere frihandelen med varer i den forstand at den vil fjerne skjulte handelshindringer. Det vil bli en harmonisering av tekniske standarder og av offentlige reguleringer. Det offentlige innkjøpsmarkedet vil bli internasjonalsert, og konkurransevilkårene utjevnet ved at

statsstøtte bare kan gis etter felles regler. Konkurransopolitikken vil bli skjerpet både når det gjelder statlig inngripen og når det gjelder private konkurransereguleringer. EØS-reglene gjelder der hvor handelen mellom landene blir påvirket.

En av de viktigste utvidelsene i forhold til dagens frihandelsavtale, er at EØS også omfatter

- fri handel med tjenester
- fri bevegelse av personer og kapital.

Teknisk fremgang og bedre kommunikasjoner har bidratt til at handel med tjenester har blitt mer aktuelt. Fri «handel» med tjenester er også nært knyttet opp til de to andre «frihetene» — personer og kapital. Salg av en tjeneste kan skje enten ved salg på tvers av landegrensene, eller ved at produsenten av tjenesten etablerer seg i det landet hvor konsumenten befinner seg.

I denne artikkelen vil hovedvekten bli lagt på å beskrive de viktigste trekkene i EØS-avtalen når det gjelder kapitalbevegelser, økonomisk-politisk samarbeid og finansielle tjenester. For å finne ut av de ek-

¹⁾ Jan F. Qvigstad er direktør (kst.) i Økonomisk avdeling i Norges Bank. Han har permisjon for å arbeide i EFTA-sekretariatet som koordinator for gruppe II (tjenester og kapital) i forbindelse med EØS-forhandlingene. Synspunktene i artikkelen er forfatterens egne og reflekterer nødvendigvis ikke EFTAs. Artikkelen bygger på «The EEA regime for services, capital movements and statistical co-operation» publisert i EFTA Trade, EFTA-sekretariatet 1991.

sakte reglene, må en gå til grunnkilden — selve traktatteksten. Den er imidlertid ikke særlig leservennlig, så en liten brukerveiledning vil bli gitt til slutt i denne artikkelen, sammen med en beskrivelse av de institusjonene som skal administrere avtalen.

Liberalisering av kapitalbevegelsene

Kapitalbevegelser omfatter direkte investeringer, kjøp av fast eiendom, verdipapirer, andeler i aksjefond og obligasjonsfond, innskudd i bank, kommersielle og finansielle kreditter, lån og personlige kapitalbevegelser.

EØS-avtalen sier at det som hovedregel innen EØS-området, skal være *liberaliserte kapitalbevegelser* fra 1. januar 1993. Da skal det ikke lenger være noen diskriminering ut fra nasjonalitet eller bosted på den som eier kapitalen, eller stedet hvor kapitalen blir investert.

Forpliktelsen til å liberalisere kapitalbevegelser betyr i praksis at valutarestriksjoner og diskriminerende konsesjonsbestemmelser må fjernes. Liberaliseringen skal omfatte alle finansielle instrumenter.

Frie kapitalbevegelser vil ikke hindre EØS-landene i å opprettholde regler om oppgaveplikt til myndighetene om kapitaltransaksjoner. Mange land har slik oppgaveplikt av skattemessige hensyn.

I forhold til tredjeland, dvs for kapitalbevegelser til eller fra land utenfor EØS, er det ingen lovmessig forpliktelse til å liberalisere. EFTA-landene og EF forplikter seg imidlertid til å etterstrebe en liberalisering overfor tredjeland på linje med den liberaliseringen som skjer innen EØS.

Unntatt fra de frie kapitalbevegelsene i EØS er *kjøp av feriehus og fritidseiendom*, hvor nasjonal lovgivning fortsatt vil kunne gjelde.

Et annet viktig unntak som angår Norge, er investeringer i *fiskebåter*. Eksisterende nasjonal lovgivning kan beholdes for kjøp av fiskebåter. Her har vi et permanent unntak fra EFs regelverk.

Det ble oppnådd *overgangsordninger* for en del typer kapitalbevegelser. Norge får anledning til å opprettholde nasjonal lovgivning frem til 1. januar 1995 vedrørende konsesjonsbestemmelser som forskjellsbehandler utlendinger i forhold til nordmenn.

EØS-avtalens kapittel om kapitalbevegelser inneholder *beskyttelsesklausuler* som kan utløses i tilfelle

- store forstyrrelser i kapital- eller valuta-markedene
- konkurrerende devalueringer
- store problemer med betalingsbalansen.

Beskyttelsesklausulene tillater landet som opplever vanskelighetene, å innføre beskyttelsestiltak, men bare ut fra bestemte prosedyrer, se ramme 1.

Liberaliseringen av kapitalbevegelsene vil bidra til en mer effektiv fordeling av ressursene og styrke konkurransen. De frie kapitalbevegelsene er også, som omtalt over, en forutsetning for frihandel med tjenester.

Økonomisk-politisk samarbeid

Liberalisering av kapitalbevegelser kombinert med faste valutakurser (i Norges tilfelle: en ecu-tilknytning) har viktige konsekvenser for mulighetene til å føre en nasjonal pengepolitikk, og øker dermed behovet for økonomisk-politisk samarbeid i EØS.

Når grensene bygges ned og markedet blir ett, øker potensialet for økonomisk velstand. Men det oppstår også større risiko for forstyrrelser og ubalanser. I EØS-traktaten er det derfor et eget kapittel om økonomisk-politisk samarbeid.

EØS-landene skal *diskutere den makroøkonomiske situasjon, politikk og utsikter*. Dette kan bidra til å identifisere problemer på et tidlig tidspunkt og redusere mulighetene for at store ubalanser skal oppstå, slik at en kan unngå å måtte bruke beskyttelsesklausulene. Det er en nær sammenheng

Ramme 1. Kapitalbevegelser. Eksempel på bruk av beskyttelsesklausulene

EFTA-landene har selv rett til å utløse beskyttelsesklausulene i tilfelle store ubalanser i kapital- eller valutamarkedene.

Anta at et EFTA-land (land A) har et meget høyt kostnadsnivå og store underskudd på driftsbalansen. Ifølge EØS-avtalen kan landet selv bestemme om det vil devaluere. Hvis det er praktisk mulig, skal det imidlertid informere og konsultere de andre EFTA-landene, og også EF-landene via det felles EØS-organet, på forhånd.

Anta imidlertid at et annet EFTA-land (land B) synes at land A's devaluering var for stor og mener at land A egentlig forsøker å velte byrden over på sine naboland, dvs at land A foretar en konkurrerende devaluering. Land B har da rett til å treffe mottiltak, men disse tiltakene må være av begrenset varighet og må utformes med sikte på direkte å motvirke den ubalansen som land A's devaluering fører til.

Før land B kan treffe mottiltak, må disse drøftes internt i EFTA. De andre EFTA-landene har rett til ved simpelt flertall å avgjøre om de synes land B's mottiltak er rimelig. Det er ingen tvil om at et viktig element i en slik vurdering vil være det tiltaket som utløste hele prosedyren i første omgang, nemlig land A's devaluering.

EF-landene skal informeres om hva EFTA-landene gjør og mener på de ulike trinn i prosedyren gjennom det felles EØS-organet.

I tillegg til beskyttelsesklausulene knyttet til kapitalbevegelsene inneholder EØS-avtalen også en *generell beskyttelsesklausul*. Denne sier at et EØS-land ensidig kan vedta nødvendige tiltak hvis det er problemer av alvorlig økonomisk, sosial eller miljømessig art i en sektor eller i en region. Men hvis de andre landene ikke finner tiltakene rimelige, kan de iverksette mottiltak.

mellom det økonomisk-politiske samarbeidet og beskyttelsesklausulene i EØS-avtalens kapittel om kapitalbevegelser.

Ambisjonene med EØS er å lage et felles marked ut av enkeltmarkedene. Innenfor rammene av det økonomisk-politiske samarbeidet skal EFTA og EF-landene *utveksle informasjon og synspunkter på om avtalen følges opp i praksis*. I dag er konkurransen langt fra perfekt, blant annet er det utstrakt bruk av statsstøtte, og i markedet for offentlige innkjøp er det vanlig at innenlandske produsenter foretrekkes. Innsamling og analyser av makrostatistikk vil kunne brukes til en vurdering av i hvilken grad intensjonene med EØS-avtalen faktisk følges opp eller om nasjonal diskriminering finner sted. Slike vurderinger innen rammen av det økonomisk-politiske samarbeidet skal være ikke-bindende. Disse analysene vil imidlertid kunne sette søkelyset på et problemområde, og vil kunne være en støtte for EFTAs overvåkningsorgan, som vil ha den formelle

kompetansen til å vurdere i hvilken grad landene etterlever de forpliktelsene de har tatt på seg.

Et annet område for det økonomisk-politiske samarbeidet er å *utveksle informasjon og synspunkter på virkningen av integrasjonen på den økonomiske aktiviteten og på den økonomiske politikken*. Det er alt gjennomført studier som avslører at det er store prisdifferanser i dagens fragmenterte markeder. Når det felles markedet blir en virkelighet, vil en nok komme nærmere én pris, noe som vil ha virkninger for den økonomiske aktivitet. EØS vil også som nevnt over ha konsekvenser for mulighetene til å føre økonomisk politikk. Disse konsekvensene skal diskuteres innenfor det økonomisk-politiske samarbeidet i EØS.

EØS-avtalen definerer innholdet i det økonomisk-politiske samarbeidet, men spesifiserer ikke i hvilket forum eller på hvilken måte det skal finne sted. Disse spørsmål må avklares før avtalen trer i kraft.

Finansielle tjenester

Finansielle tjenester omfatter de tjenester som ytes av banker og andre finansinstitusjoner, handel med verdipapirer og forsikringstjenester.

Finansielle tjenester er i de fleste land underlagt offentlig regulering. En bedrift som yter slike tjenester, oppfattes ikke som en hvilken som helst bedrift. Det kreves en lisens, og de fleste av virksomhetene er underlagt tilsyn.

EØS tar sikte på å skape et felles marked også for finansielle tjenester; det vil si at det ikke skal være noen hindre for å yte slike tjenester — enten tjenesten frembringes til kundene i form av etablering eller ved salg på tvers av landegrensene. Det forutsetter også at konkurransevilkårene blir like i de 19 landene. Et enhetlig marked for finansielle tjenester bygger på prinsippet om én li-

sens for EØS. Hvis en finansinstitusjon har fått lisens for å drive virksomhet i ett EØS-land, har den automatisk også lisens for å operere i alle landene. EØS-landene har forpliktet seg til en *gjensidig godkjenning* av lisensene.

Et annet viktig prinsipp er *hjemlands-kontroll*. Det betyr at tilsyn av finansinstitusjonens virksomhet vil bli gjort av tilsynsmyndighetene i det landet hvor selskapet har hovedkontor. Tilsynet skal ikke bare omfatte institusjonens soliditet, men hele dens virksomhet.

Et system med gjensidig godkjenning av lisensene forutsetter at det er en *harmonisering* av lover og regler når det gjelder minimumskrav for tilsyn og autorisasjon. Disse minimumskravene omfatter blant annet krav til egenkapital, soliditet og regnskapsførsel.

Ramme 2. Virkningen av et felles finansielt marked

Cecchini-rapporten analyserte virkningen for EF-landene av å skape et felles integrert marked. Price Waterhouse hadde ansvaret for delstudien som studerte effektene for de finansielle tjenestene. Som et ledd i arbeidet med å analysere virkningen av EØS, ble Institute of European Finance ved universitetet i Wales (ved professorene Gardener og Teppet) engasjert av EFTA for å gjøre en tilsvarende studie for EFTA-landene — basert på samme metode som Cecchini/Price Waterhouse hadde brukt.

Kjernen i studien er et datasett av priser for 16 veldefinerte finansielle produkter innenfor tre hovedgrupper av finansielle tjenester:

- forsikring
- bank
- verdipapirhandel.

Tilsvarende data som var samlet inn for EF-landene, ble fremskaffet også for EFTA-

landene. Ideen var at når de finansielle markedene ble integrert, ville det bli vanskeligere å opprettholde forskjellige priser for én og samme tjeneste — det ville bli en utvikling mot en felles EØS-pris. De nasjonale markedene som i utgangspunktet hadde de høyeste prisene, ville erfare prisreduksjoner.

Konklusjonene i studien til Gardener og Teppet er at et integrert EØS-marked gir et potensiale for betydelige prisreduksjoner for EFTA-landene. For Norges vedkommende antydes det prisreduksjoner på mellom 40 og 50 prosent på alle tre hovedgruppene av tjenester (bank, forsikring og verdipapirhandel).

Hva som menes med «pris» i denne sammenheng krever kanskje en nærmere forklaring. Prisen på en banktjeneste er definert som rentedifferansen for det en kunde betaler for et banklån i forhold til det banken betaler for sitt innlån fra pengemarkedet.

EØS-avtalen bygger på EFs regelverk. I EF har ikke det enhetlige markedet blitt skapt på en dag, og en har ikke kommet like langt på de ulike områdene innen finansielle tjenester.

I EF har en kommet lengst innen *banksektoren*. Det vil fra 1. januar 1993 bli etablert et felles marked for tradisjonelle banktjenester, med én lisens og hjemlandskontroll. En hvilken som helst bank som har lisens til å drive bankvirksomhet i ett av EØS-landene, vil få rett til å selge banktjenester direkte i et hvilket som helst annet land, enten ved salg over landegrensen, ved å opprette en filial eller å etablere seg med et datterselskap. Det er også regler for årsregnskap, konsolidering av regnskaper i tilfelle det er flere datterselskap etc. Videre er det egne regler som skal forhindre hvitvasking av penger, og som definerer virkemidlene myndighetene har til rådighet i denne kampen.

Reglene for verdipapirhandel omfatter krav som må oppfylles for å bli notert på børsen og krav til aksje- og obligasjonsfond. EF-reglene om *krav for notering på børs*, som er blitt gjort til en del av EØS-avtalen, omfatter regler for minimumskapital for virksomheter som vil bli børsnotert, krav til innhold og prospekt og annen informasjon som må bli gitt før og etter at børsnotering er blitt akseptert. Reglene innebærer «én lisens og gjensidig godkjenning» i den forstand at hvis et selskap har blitt akseptert for børsnotering i et EØS-land, skal denne godkjenningen bli akseptert i alle EØS-land. Innsidehandel er forbudt.

Reglene for *aksje- og obligasjonsfond* definerer operasjonelle retningslinjer for slike fond. Fondene må basere seg på risikospredning, og de skal være villige til å kjøpe tilbake andeler i egne fond. EF-reglene, og dermed EØS-reglene, har kommet langt i retning av å lage et felles integrert marked for handelen i andeler i disse fondene. Markedet er basert på «én lisens og gjensidig godkjenning».

Forsikring omfatter livsforsikring og skadeforsikring. Bilforsikring er en «egen» gren som dekkes spesielt. Harmoniseringen av forsikringsområdet har ikke kommet så langt som innenfor bankvirksomheten. En har ennå ikke nådd stadiet med «én lisens og gjensidig godkjenning», men et stykke på vei har en kommet.

Både når det gjelder livsforsikring og skadeforsikring er liberaliseringen basert på regler som definerer virksomheten og som delvis skaper et fritt tjenestemarked. Eksisterende lovgivning krever imidlertid fortsatt lisens for etablering. Egenkapitalkrav og soliditetskrav som er nødvendig for «sunne finanser», defineres. Direktivene slår også fast prinsippet om hjemlandskontroll med tilsyn og kontroll. Fritt salg av tjenester er imidlertid etablert for skadeforsikring når forsikringskjøperen er en «stor» virksomhet. Det er også fritt frem for å tegne livsforsikring på tvers av grenser hvis kjøperen selv tar initiativ til handelen.

Direktivene om *bilforsikring* sikrer at alle motorvogner er forsikret for skade på tredjeperson, og at tredjeperson vil få oppgjør så greit som mulig.

Finansielle tjenester i EFTA-landene vil bli en del av det felles EØS-markedet. Noen spesielle forhold er tatt hensyn til for EFTA-landene, særlig gjelder det forhold til *tredjeland*. Generelt har ikke EFTA-landene en felles politikk overfor tredjeland slik som EF, men i tilfellet med finansielle tjenester har en i EØS etablert en de facto felles politikk overfor tredjeland. I det integrerte EØS-markedet skal det ikke eksistere noen diskriminering overfor bedrifter på grunnlag av nasjonalitet. Alle «produsentene» av tjenester, også fra tredjeland, skal de facto bli behandlet på en ikke-diskriminerende måte. Tredjelandforetak som allerede er etablert i et EØS-land, vil automatisk få en «EØS-lisens». For nye enheter som vil etablere seg, må resiprositetskrav være oppfylt før enheten kan få lov til å etablere seg. Det betyr at bedrifter fra EØS-land skal ha rett til å etablere seg i tredjelandet på like

vilkår med virksomheter fra vedkommende land. Når virksomheten fra tredjelandet er etablert i et EØS-land, kan den operere innenfor EØS på lik linje med virksomheter fra EØS-landene selv.

EFTA-landene har fått noen *overgangsordninger* når det gjelder finansielle tjenester. Norge kan beholde nasjonal lovgivning for årsregnskap og konsoliderte regnskaper for finansinsitusjoner frem til 1. januar 1995.

Hvordan finne frem til de eksakte reglene?

I avsnittene over er det gitt en oversikt over hovedpunkter i EØS-avtalen når det gjelder kapitalbevegelser, økonomisk-politisk samarbeid og finansielle tjenester. Skal en finne frem til de faktiske reglene, må en slå opp i traktatteksten. Store deler av avtaleteksten består imidlertid av henvisninger til det detaljerte regelverket i EF, som det vil være nødvendig å kjenne. En liten brukerveiledning kan kanskje være nyttig.

EØS-avtalen er en «pakke» som består av én hoveddel som bygger på de relevante artiklene i Romatraktaten, vel 20 annekser og mer enn 40 protokoller. I tillegg er det flere felleserklæringer og erklæringer avgitt av enkelte av de kontrakterende parter.

Hoveddelen av avtalen inneholder nesten 130 artikler. Hovedbestemmelsene vedrørende de «fire frihetene», konkurransepolitikken, mv. finnes her. Materielt sett baserer artiklene seg på de relevante artiklene i Romatraktaten.

Hoveddelen er strukturert i 9 deler, som igjen er delt inn i kapitler. Kapitalbevegelser, økonomisk-politisk samarbeid og finansielle tjenester omhandles i del III. Det er ingen særskilte kapitler eller artikler for finansielle tjenester. De behandles generelt som en del av tjenestekapitlet.

I tillegg til Romatraktaten, er EFs regelverk nedfelt i den såkalte sekundærlovgivningen. Her gis det utfyllende og detaljerte bestemmelser på de enkelte områdene. Det meste av EFs sekundærlovgivning er også en del av EØS-avtalen. Rent teknisk er disse reglene integrert i EØS-avtalen ved hjelp av *annekser*. Det er vel 20 slike annekser. Anneks IX omhandler «finansielle tjenester» og inneholder 30 såkalte direktiver (se ramme 3). Anneks XII omhandler «fri bevegelse av kapital» og inneholder ett direktiv. Det er intet anneks om økonomisk-politisk samarbeid.

Det er ikke lett å lese hva som er EØS-reglene direkte ut av anneksene. Det ble ganske tidlig i forhandlingene klart at på

Ramme 3. EFs sekundærlovgivning

I EF er det EFs Råd som er den «lovgivende» myndigheten. Rådet består av medlemmer av EF-landenes regjeringer. Rådet kan fatte vedtak om regler etter nærmere prosedyrer hvor både Kommisjonen og Europaparlamentet er inne i bildet. Det kan lages bindende lov-instrumenter av tre «typer» — forordninger, direktiver og avgjørelser.

En *forordning* («Regulation») gjelder direkte i medlemslandene og kan sammenlignes med nasjonale lover.

Et *direktiv* («Directive») rettes til medlemslandene, og uttrykker et mål som skal oppnås — som regel innen et bestemt tidspunkt — men overlater til medlemslandene hvordan implementeringen skal gjøres.

En *avgjørelse* («Decision») er bindende overfor den den er rettet til.

EØS-avtalen innebærer at EFTA-landene overtar det meste av sekundærlovgivningen som EF har vedtatt i løpet av en periode på 33 år — fra 1958 til 1991.

grunn av omfanget av de legale tekstene (ca 1400, og med omfang på rundt 10 000 sider trykket tekst) var det ikke praktisk å omskrive hver enkelt rettsakt i EF til EØS-rettsakt. En valgte derfor bare å liste de EF-reglene som skulle gjelde i EØS, og så skrive inn i listen tilpasninger som gjaldt for EØS. Noen av disse tilpasningene er generelle. Disse er samlet i en egen protokoll med «horisontale tilpasninger» til EØS-avtalen (Protokoll 1). I tillegg er det sektor-spesifikke tilpasninger som gjelder innenfor et nærmere avgrenset område, som f.eks. finansielle tjenester.

Men alle tilpasningene som må gjøres i EF-lovinstrumentene for å få dem til å passe for EØS, er ikke fanget opp av de horisontale tilpasningene eller sektortilpasningene. Slike tilpasninger av regelverket er knyttet til den enkelte rettsakt. For annekse- nene som omhandler kapitalbevegelser og finansielle tjenester, er det i alt 40 slike tilpasninger. I tilfellet med finansielle tjenester og kapitalbevegelser dreier disse seg blant annet om

- overgangsordninger (dvs hvor lenge ut over 1. januar 1993 det enkelte EFTA- landet kan beholde nasjonal lovgiving før EØS-avtalen skal tre i kraft)
- spesielle prosedyrer (for eksempel etableringen av et de facto tredjelandsregime i finansielle tjenester).

Denne lovtekniske måten å lage EØS-avtalen på, var antakelig den eneste praktiske måten hvis avtalen skulle bli ferdig i tide, men den er krevende for leserne. Man må ha tre tekster foran seg:

- annekse- nene som er en «bibliografi» over EF-regler
- de rettsaktene det refereres til
- «Protokoll 1» for de horisontale tilpasningene, som gir veiledningen for hvordan EF-lovinstrumentene skal «leses» i EØS-sammenheng.

Under forhandlingene var det en rekke spørsmål som måtte løses som ikke «passet

inn» i traktatteksten eller i annekse- nene. Løsningen på disse spørsmålene ble skrevet ned i *protokoller* til EØS-avtalen. I alt er det mer enn 40 protokoller hvorav to som gjelder kapitalbevegelser. Protokoll 17 omhandler etablering av bedrifter fra tredje- land, og protokoll 18 EFTAs interne prosedyrer for bruk av beskyttelsesklausulene. Lovteknisk er protokollene en del av EØS-avtalen.

Administrasjon av avtalen

Det høyeste EØS-organet vil være *EØS-rådet*, som vil bestå av medlemmer fra EF (ministernivå), medlemmer fra EF-kommisjonen og ministre fra hvert av EFTA-landene. EØS-rådet vil normalt møtes en gang hvert halvår. Den viktigste oppgaven til rådet vil være å gi EØS-arbeidet politiske impulser. Avgjørelser må fattes ved konsensus mellom EF på den ene siden og EFTA-landene på den andre siden.

Den daglige driften av EØS vil bli ledet av *EØS-komiteen*. Medlemmer i denne komiteen vil være representanter fra hver av sidene. Avgjørelser skal fattes ved konsensus, EFTA-landene på den ene siden og EF på den andre siden. EFTA-landene skal i denne sammenhengen «snakke med en stemme». Komiteen skal normalt møtes minst en gang i måneden. Komiteen kan opprette underkomiteer eller arbeidsgrupper.

For å sikre at EFTA-landene oppfyller de generelle forpliktelsene i EØS-avtalen, konkurranselovgivningen, regler for statsstøtte og regler for offentlig innkjøp, vil det bli opprettet et eget *overvåkingsorgan* i EFTA. Dette skal operere uavhengig av EFTA-landene, og vedtak avgjøres ved alminnelig flertall.¹⁾

Det opprettes en *EØS-domstol* som skal avgjøre uenigheter mellom avtalepartene og være appellinstans for avgjørelser med hen-

¹⁾ Det opprettes også en EØS' parlamentarisk komite og en konsultativ komite for arbeidslivets parter.

syn til konkurranselovgivningen. Det opprettes også en lavere EØS-domstol som skal ha lovkontrollen med avgjørelsene til EFTAAs overvåkingsorgan.

I den «daglige drift» av EF spiller *komiteene* en viktig rolle. Innenfor feltene kapitalbevegelser, økonomisk-politisk samarbeid og finansielle tjenester er det vel 10 slike komiteer. Et eksempel er kontaktkomiteen som skal bistå i arbeidet for å hindre hvitvasking av penger.

I forhandlingene var EF-siden svært opptatt av at EFTA-landene ikke skulle få delta i EFs «cuisine interne». En annen grunn til at de var nølende til å slippe EFTA-landene inn i komiteene, var at flere av komiteene innenfor feltene kapitalbevegelser og økonomisk-politisk samarbeid vil få en spesiell status i den økonomiske og monetære unionen innen EF (EMU). På den annen side er det stort sett samme regelverk som skal administreres i både EF og EFTA innenfor EØS-avtalen, og det er derfor viktig at EFTA-landene er sikret en viss tilknytning til komiteene. I EØS-avtalen ble dette dilemmaet løst ved et kompromiss. EFTA-landene får full tilgang til komiteer som administrerer programmer hvor EFTA-landene er med på å betale. I komiteer som assisterer Kommisjonen i dens utførelse av utøvende oppgaver, skal EFTA-eksperter være med på lik linje med EF-eksperter i forberedende stadier. I andre typer komiteer er den formelle deltakelsen mer åpen. Hvordan det praktiske komiteearbeidet skal organiseres, vil være et av de viktigste spørsmål en må få avklart frem til 1. januar 1993.

EFs lover og regler utvikler seg. Allerede i dag er det mange endringsforslag og for-

slag til nye regler som er på vei gjennom EF-byråkratiets system, eller «in the pipeline» som det heter på det europeiske mote-språket²⁾.

Før en EF-regel blir vedtatt av Rådet, har forslaget vært igjennom en lang prosedyre med utredning, ekspertarbeid, offentlig høring og behandling i Europaparlamentet. Det er Kommisjonen som forslår og Rådet som vedtar reglene.

Gjennom EØS-avtalen sikres EFTA-landene medinnflytelse på utformingen av reglene på et tidlig stadium. Dette er viktig fordi når en rettsakt er vedtatt i EF, vil den om den er EØS-relevant, bli lagt frem for EØS-komiteen til behandling også der. Som allerede sagt, skal avgjørelser i denne komiteen treffes med enstemmighet.

Innenfor feltet finansielle tjenester er det flere slike regler «in the pipeline». Det foreligger i utkasts form et sett av «tredjegenrasjons» direktiver for livsforsikring og skadeforsikring. Når disse direktivene er vedtatt, vil en ha nådd «i mål» med hensyn til å skape et integrert marked med «én lisens og gjensidig godkjenning» også når det gjelder forsikring. Det foreligger også konkrete utkast til direktiver som vil skape et felles integrert marked for virksomheten til aksje- og fondsmeglerforetak. Målsettingen er å få dette gjort før 1. januar 1993.

Mye arbeid vil også gå med til å analysere og vurdere forslag til regler som ennå ikke er «in the pipeline» (eller som er «pre-pipeline» for å bruke euroslang). Ofte er det dette stadiet som er mest arbeidskrevende.

²⁾ Språkeksperter kommer til å bli mye etterspurt som oversettere av «eurospeak».

Endringer i Norges Banks ledende indikator

*Amund Holmsen, konsulent, og Hans Petter Wilse, rådgiver,
Økonomisk avdeling i Norges Bank.*

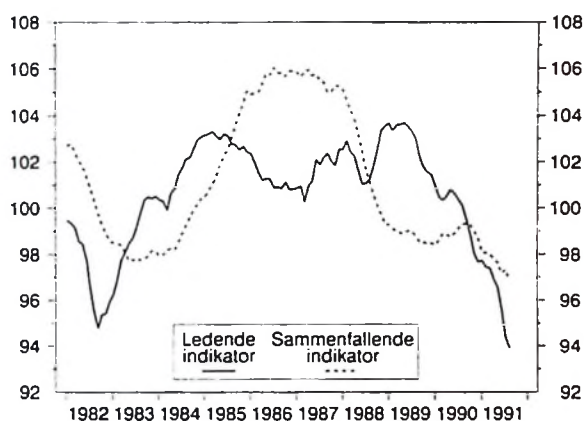
Norges Bank har revidert den ledende konjunkturindikatoren og vil fra og med desember 1991 publisere den reviderte indikatoren. I denne artikkelen gis et sammendrag av de undersøkelserne vi har foretatt. Vi trekker den konklusjon at den ledende indikatorens tilsynelatende dårlige egenskaper etter 1985 ikke fortøner seg så merkelig når en tar i betraktning den internasjonale oppgangen fra 1987 og de spesielle forholdene i norsk økonomi de siste årene. Til slutt presenteres den nye ledende indikatoren.

Innledning

Utgangspunktet for revisjonen har dels vært behovet for en rutinemessig gjennomgang. Endringer i statistikkgrunnlaget og strukturelle endringer i økonomien gjør det påkrevet med jevne mellomrom å gå igjennom indikatoren. Ved denne revisjonen har det vært særlig viktig å forsøke å fange opp effekten av den liberaliseringen som norsk økonomi har vært igjennom, spesielt i kredittmarkedet, og hvilken effekt dette kan tenkes å ha på konjunkturmønsteret. Dessuten har vi forsøkt å se noe nærmere på indikatorens tilsynelatende dårlige ledeegenskaper etter 1986. Den ledende indikatoren viste en klar økning gjennom hele 1987 og en ny sterk økning inn i 1989 (se fig. 1). Særlig oppgangen i 1987 viste seg i ettertid å være feilaktig.

De metodene som brukes ved fremstilling av sammensatte indikatorer, er presentert av Ø. Dørum og A. J. Lund (1986), Dørum (1986) og Hagelund (1981). Der gis detaljerte beskrivelser av de metoder som brukes. Det er for øvrig de samme metoder som brukes i OECD, USA og Storbritannia og i de fleste andre land som beregner sammensatte indikatorer.

Figur 1. Dagens ledende og sammenfallende indikatorer



Den ledende indikatoren har vist flere oppganger etter 1985. Særlig oppgangen i 1987 viste seg i ettertid å være feilaktig. Den sammenfallende indikatoren, som skal vise konjunktursituasjonen i øyeblikket, har falt i det samme tidsrommet med unntak av en periode i 1990. Begge indikatorene er sammensatt av trendjusterte serier.

Kilde: Norges Bank

Tidfesting av konjunkturrelle vendepunkter i økonomien

Norges Banks konjunkturindikator er ment å varsle vendepunkter i økonomien ca. et halvt år før de inntreffer. Forløpet mellom vendepunktene har ingen spesiell tolkning. For å kunne vurdere de enkelte dataserienes

egenskaper når det gjelder å varsle vendepunkter er det nødvendig å foreta en tidfesting av de historiske vendepunktene i økonomien. En slik «kalender» kalles gjerne referansekronologien. Siden vi her vil befatte oss med vekstsykler, vil referansekronologien bestå av et sett datoer som angir når veksttakten i økonomien skifter fra å være sterkere til å bli svakere enn den langsiktige trenden (toppunkter) og når veksttakten skifter fra å være langsommere til å bli sterkere enn trenden (bunnpunkter).

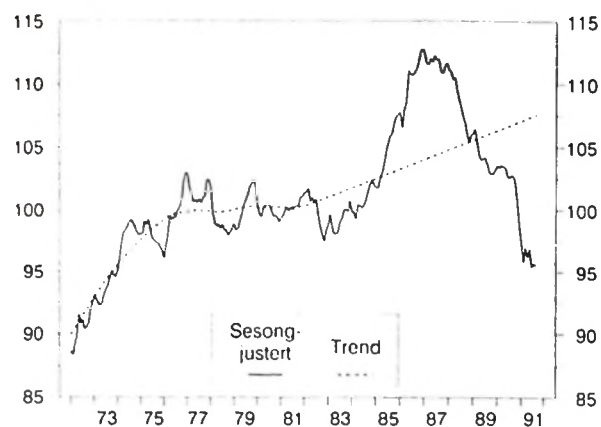
Som hjelp til å gi et bilde av konjunkturrene har Norges Bank konstruert en månedlig referanseserie (referanseindikatoren). Det er en sammensatt indeks av bygg under arbeid, industriproduksjon og indikator for varekonsum, og den skal sammenfalle med konjunkturrene generelt. Ved fastleggingen av referansekronologien har vi i tillegg lagt vekt på kvartalsvis BNP utenom offentlig sektor, olje, sjøfart og primærnæringene.

Ut fra dette har vi fastlagt en referansekronologi for norsk økonomi fra 1960. Selv om det flere ganger er beregnet en slik kronologi, er det fortsatt slik at vendepunkter på 70-tallet og tidligere er uklart fastsatt. Det er verdt å merke seg at vi ikke har kunnet påvise vendepunkter siden toppen i 1986, som vi noe usikkert har valgt å tidfeste til september. Oppgangen fram til 1986 var uvanlig kraftig, og nedgangen siden da er den lengste vi har hatt etter krigen. For vårt arbeid hadde det vært ønskelig med flere vendepunkter for bedre å kunne studere effekten på konjunkturmønsteret av den liberaliseringen som har funnet sted på 80-tallet.

Klassifisering av enkeltserier

Klassifiseringen av en enkeltserie som ledende, sammenfallende eller etterslepene er i seg selv enkel. Den består i å finne ut om topp- og bunnpunktene i serien systematisk inntreffer før eller etter de tilsvarende vendepunktene i referansekronologien, eller sammenfaller med dem.

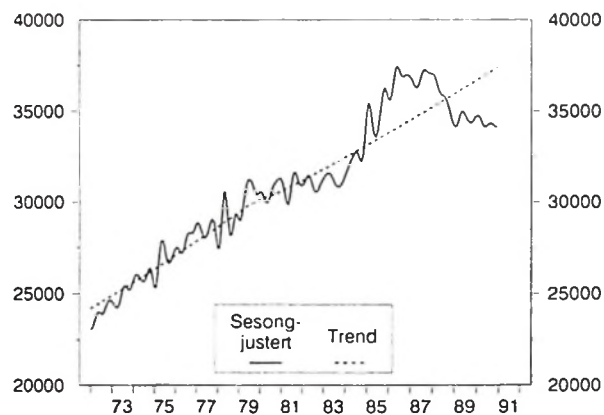
Figur 2. Norges Banks referanseindikator



Referanseindikatoren er en sammensatt indeks av bygg under arbeid, industriproduksjon og indikator for varekonsum. Indikatoren viser kraftig oppgang i 1985-86, og nedgangen siden da er den lengste vi har hatt etter krigen.

Kilde: Norges Bank

Figur 3. BNP Fastlands-Norge minus offentlig sektor og primærnæringene



BNP Fastlands-Norge minus offentlig sektor og primærnæringene utgjør verdiskapningen i den konjunkturfølsomme delen av økonomien. Serien viste inntil 1985 en jevnt stigende tendens. Også her gjenspeiles den kraftige oppgangen i 1985-86 og nedgangen siden.

Kilde: Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå

Serier som tas med i den ledende indikatoren, bør ikke bare vise god ledetid, men i tillegg være teoretisk begrunnet. Men det kan også være slik at en serie bør tas med ut fra en rent teoretisk begrunnelse, til tross for at vendepunktanalysen ikke gir de beste resultater. Andre serier igjen bør være med fordi de har en nærmest mekanisk sammenheng med konjunkturforløpet. Det gjelder for eksempel serie for igangsatte bygg, som naturlig leder på byggevirksomheten, og en del ordreserier som naturlig leder på produksjon.

Seriens ledeegenskaper måles ved:

- seriens gjennomsnittlige ledetid
- stabilitet i ledetid
- pålitelighet i å varsle konjunkturbølger

I vårt arbeid har vi analysert 130 serier som i utgangspunktet kunne være interessante. For å klarlegge egenskapene når det gjelder punktene over, må hver enkelt serie gjennom en nokså omfattende databehandling.¹⁾ Fra denne analysen får vi mål på median ledetid, det vil si hvor mange måneder det i median²⁾ gjennomsnitt er mellom vendepunktene i den trendjusterte serien og tilsvarende vendepunkter i referanseindikatoren. Vi måler også standardavvik i ledetid og hvor mange vendepunkter en serie har i forhold til referanseindikatoren.

Testresultater for finansielle størrelser

De finansielle seriene er blitt viet spesiell oppmerksomhet i vår analyse. Tidligere har disse ikke vist særlig gode ledeegenskaper i Norge. I utlandet er derimot finansielle serier ofte brukt i ledende indikatorer, fordi de må antas å være særlig følsomme overfor endringer i forventninger i økonomien.

Liberaliseringen i norsk økonomi fra 1985 medførte først og fremst deregulering

av kredittmarkedet. Vi ønsket derfor å undersøke om denne liberaliseringen kan tenkes å ha medført nye sammenhenger mellom finansielle størrelser og konjunkturforløpet i Norge. Resultatene viser imidlertid at finansseriene preges av mange bølger etter 1986 med til dels sterke svingninger, og passer dårlig inn i vårt bilde av konjunkturutviklingen etter 1986.

En gjennomgang av testresultatene for de finansielle seriene gir følgende hovedtrekk (kommentarene henviser til de trendjusterte seriene):

Renteserier. Kurvrenten viser nokså gode ledeegenskaper, men har en ekstra vekststopp i slutten av 1987 og en i slutten av 1990. Eurorentene for norske kroner følger konjunkturmønsteret noe bedre, men ser ut til å være sammenfallende eller etterslepene.

Pengemengden (M1 og M2). Disse viser sterke fluktuasjoner etter 1986, med en klar bølgetopp rundt begynnelsen av 1988. Serier for bankinnskudd fluktuerer også kraftig etter 1985, med klare veksttopper i slutten av 1985 og i slutten av 1987, en mindre topp i 1989 og siden sterkt fall. Best resultater gir serie for alle bankers totale innskudd.

Kreditt. Utlånsseriene viser ekstreme utslag, med svært sterk vekstøkning i bevilgede utlån fra 1984 til slutten 1987 og tilsvarende sterk nedgang i forhold til trenden etter dette.

Aksjekurser. Disse seriene har hele 4 vekstbølger etter 1986. Utslagene er ikke større enn på 70-tallet, men bølgene ser ut til å være langt mer uavhengige av konjunktorene. (I USA inngår aksjekursindeksen i den ledende indikatoren.)

Det er et kort tidsrom vi har for å vurdere hvordan de finansielle størrelsene følger konjunkturforløpet. De viser dessuten i denne perioden til dels ekstreme utslag. Vi

¹⁾ Se Ø. Dørum og A. J. Lund, *Penger og Kreditt* 2/1986

²⁾ Median er den verdi av en variabel som har den egenskap at like mange observasjoner i det statistiske materiale har verdier over den som under den. Den foretrekkes fremfor det aritmetiske gjennomsnitt når man ikke vil gi ekstreme verdier stor vekt.

har likevel valgt å ta med enkelte nye finansielle serier i den ledende indikatoren fordi vi fremover venter at de vil ha gode ledeegenskaper. De serier vi har tatt med, er kurvrente og bankinnskudd. Serien for bankinnskudd erstatter pengemengdeserien i den gamle indikatoren på grunn av bedre ledeegenskaper. Svingningene i kurvrenten antas å være lengre etterslepene i forhold til konjunktorene i utlandet. Når en konjunkturbølge nærmer seg bunnen, vil denne serien vise oppgang og dermed lede på neste bølge.

Hva har skjedd etter 1985?

På bakgrunn av vår mistanke om at den internasjonale oppgangen i 1988/89 virket inn på den ledende indikatoren i Norge, konstruerte vi én sammensatt ledende indikator bestående av bare eksportrelaterte serier, og én med bare innenlandske serier.

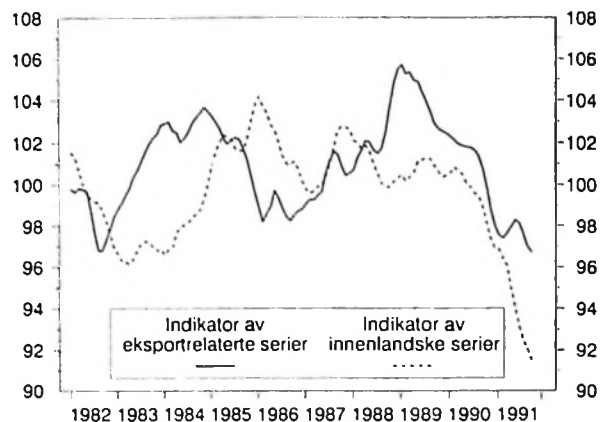
Av eksportserier ble valgt ut:

- Ordretilgang metaller og verkstedprodukter for eksport
- Produksjon av metaller og verkstedprodukter for eksport
- Ordretilgang verkstedprodukter for eksport
- Ordretilgang metaller for eksport
- Ordretilgang metaller og verkstedprodukter for eksport
- Ordreserver metaller og verkstedprodukter for eksport
- Volumindeks eksport, tradisjonelle varer
- Produksjonsindeks industriproduksjon for eksport
- Produksjonsindeks konkurranseutsatt sektor
- Eksportverdi, tradisjonelle varer
- Fraktindeks tørrlastskip tidscerteparti
- Industriproduksjon hos handelspartnere

Av innenlandske serier ble valgt ut:

- Faktisk arbeidstid pr. uke

Figur 4. Ledende indikatorer sammensatt av innenlandske og eksportrelaterte serier



Den internasjonale oppgangen som tiltok i 1987, gav sterke impulser til den delen av økonomien som er særlig følsom overfor utenlandske konjunkturer. Siden mange av seriene i den ledende indikatoren er knyttet til utlandet, var det denne oppgangen som i sterk grad slo ut i den ledende indikatoren. Figuren viser også at de ledende innenlandske seriene hadde sterke fluktusjoner i perioden 1986-1991. Dette kan kanskje tilskrives forhold som store variasjoner i ulike kredittstørrelser, arbeidstidsforkortelsen, varierende impulser fra finanspolitikken og dels også innslag fra den utenlandske oppgangen.

Kilde: Norge Bank

- Ordretilgang verkstedprodukter innenlands
- Ordretilgang metaller og verkstedprodukter innenlands
- Ordrebeholdning metaller og verkstedprodukter innenlands
- Ordreserver metaller og verkstedprodukter
- Volumindeks total import uten skip og plattformer
- Ledige plasser
- Pengemengden (M2)
- Bankinnskudd i alt
- Bankinnskudd fra kunder
- Aksjekursindeks total

Disse indikatorene er presentert i figur 4.

Begge indikatorene varslet en oppgang rundt årsskiftet 1988/89. Fra 3. kvartal 1989 viste også den underliggende tendensen i BNP for Fastlands-Norge vekst for første gang siden høsten 1987. Veksten kom etter en periode med til dels sterk nedgang, og holdt seg til og med 3. kvartal 1990. Det festet seg likevel ikke det inntrykket at det var en oppgang, kanskje først og fremst fordi veksten var svak og arbeidsløsheten ikke gikk ned.

Når en tar i betraktning de ovennevnte forhold, fortoner ikke forløpet i den ledende indikatoren etter 1986 seg så merkelig. Det er grunn til å tro at effekten av de spesielle faktorene vi har drøftet, er forbigående, slik at en i framtiden vil ha bedre samsvar mellom vendepunktene i den ledende indikatoren og hva som er en allmenn oppfatning av vendepunktene i økonomien. Problemet består i å finne de ledende serier som ivaretar dette.

Sammensetting til en indikator

Ved konstruksjon av en sammensatt konjunkturindikator er det flere mål som skal ivaretas:

- Den ledende indikatoren bør ha en bred sammensetning. Derfor var det ønskelig å lage en profil som liknet på den eksisterende indikatoren.
- Seriene bør ha kort oppdateringstid, det bør derfor være flest månedsserier og færrest mulig kvartalsserier.
- Seriene bør ha en teoretisk begrunnelse for å være ledende.

Indikatoren har til nå vært satt sammen ved et vanlig aritmetisk gjennomsnitt av enkeltserier, etter at de er sesong- og trendrenset og amplitudestandardisert. Dette er den vanlige metoden også i andre land. Man har ikke tidligere funnet det hensiktsmessig å veie seriene, fordi det er vanskelig å rettferdiggjøre ulike vekter. Det er imidlertid ingen grunn til å tro at et aritmetisk gjen-

nomsnitt er det optimale. Vi har denne gangen også eksperimentert med ulike veiemetoder, men resultatene har vært lite fruktbare, og vi har valgt å fortsette med et aritmetisk gjennomsnitt.

Valg av ny ledende indikator

Før vi valgte en ny indikator, forsøkte vi flere sammensetninger. Ulike deler av økonomien ble vektlagt, og antallet serier som inngikk, varierte. Alle utkastene viste imidlertid en oppgang i 1987 og/eller 1988/89, om enn i mindre grad enn den gamle indikatoren. Konklusjonen av dette ble at den internasjonale oppgangen og den minioppgangen vi hadde i Norge fra slutten av 1989 til slutten av 1990, så ut til å slå inn i de fleste ledende seriene.

På grunnlag av disse forsøkene med ulike sammensetninger, og de kriterier som det er redegjort for foran, er vi kommet fram til en ny sammensetning av den ledende indikatoren. Denne blir publisert f.o.m. desember 1991. Følgende serier er *tatt ut* av den gamle indikatoren:

- a) Ordretilgang metaller, verkstedprodukter, kjemiske råvarer
- b) Ordretilgang metaller, verkstedprodukter for eksport
- c) Ordretilgang eksport, metaller, verkstedprodukter unntatt oljerigger og transportmidler for eksport
- d) Produksjonsindeks hjemmekonkurrerende konsumvareindustri
- e) Produksjonsindeks oljeutvinning, bergverk, industri, kraftforsyning
- f) Produksjonsindeks kraftforsyning
- g) Fraktindeks tørrlastskip, tidscerteparti
- h) Industriproduksjon handelspartnere
- i) M1 deflatert

Seriene a), b) og c) har vi tatt ut for å redusere tallet på kvartalsserier og fordi denne delen av industrien har fått redusert sin relative størrelse i økonomien. Seriene d), e) og f) er tatt ut fordi det ikke kan gis

noen god begrunnelse for at de skal være med. f) er f.eks. et direkte resultat av nedbørmengder, og e) er etter hvert blitt sterkt dominert av olje. De tre siste seriene er erstattet med liknende serier som dels har utvist bedre ledeegenskaper og dels har bedre begrunnelse for å være med, særlig med hensyn til oppdateringstid og konjunkturfølsomhet.

Figur 5 viser den nye ledende indikatoren, og tabell 1 gir en oversikt over seriene som inngår, med informasjon om ledetid og standardavvik.

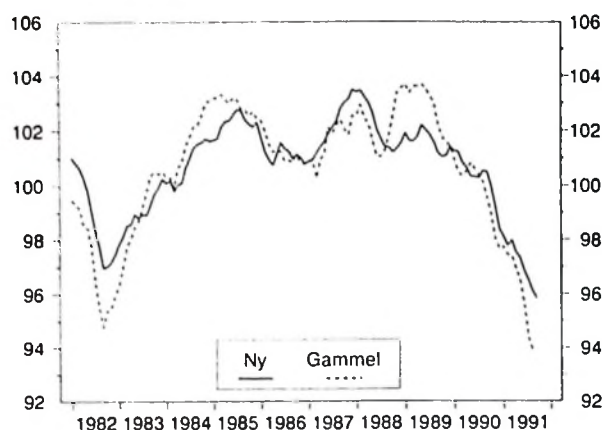
Tabell 1. Norges Banks ledende indikator f.o.m. desember 1991

Serienavn	Median ledetid (mnd.)	Standardavvik i ledetid
Ordretilgang		
metaller og verkstedprodukter (K)	7	5,78
Tilgang på ledige plasser	4,5	2,75
Produksjonsindeks for eksport	5	6,38
Produksjonsindeks		
utekonkurrerende industri	5	6,09
Bygg igangsatt i alt	3	5,40
Eksportvolum	9	5,80
Eksportverdi	8	5,67
Ordretilgang byggevirksomhet (*) (K)	3	4,14
Fraktindeks torrlasteskip, tripcerteparti (*)	13	8,53
Alle bankers innskudd i alt fra publikum (*)	7	5,00
Kurvrente (*)	5	3,00
Industriproduksjon i Europa (*)	5	4,00

* = ny serie

K = kvartalsserie

Figur 5. Ny og gammel ledende indikator



Den nye ledende indikatoren viser det samme mønsteret som den gamle i perioden fra 1982, med oppgang i 1987 og en mindre oppgang i 1988-89. Vi har ovenfor redegjort for de spesielle forholdene i denne perioden. Det er imidlertid den nye indikatoren forventede evne til å varsle kommende vendepunkter som er hovedbegrunnelsen for vårt valg.

Kilde: Norges Bank

Referanser:

Dørum, Ø.(1986): «Testing og revidering av Norges Banks sammensatte konjunkturindikatorer», *Arbeidsnotat*, 8.7.1986, Oslo, Norges Bank.

Hagelund, K.(1982): «Om konstruksjon av et indikatorsystem for norsk økonomi», *Arbeidsnotat*, 15.4.1982, Oslo, Norges Bank.

Lahiri K., Moore G.(1991): «Leading economic indicators — New approaches and forecasting records», Cambridge University Press.

Renterisiko i finansinstitusjoner

Vigdis Husevåg og Pål Winje, konsulenter i Finansmarkedsavdelingen i Norges Bank

Renterisiko kan defineres som risiko for endret resultat og endret verdi av egenkapitalen som følge av renteendring.

I denne artikkelen vil vi beskrive de mest vanlige målemetodene for renterisiko, og skissere hvordan kapitalkrav for denne risikotypen kan beregnes. Vi vil også komme inn på arbeidet med renterisiko internasjonalt.

Innledning

Hvorfor studere renterisiko? Selv om bankenes tap i hovedsak er knyttet til kreditt- risiko, er det viktig å ha oversikt over alle typer risiki som bankene utsettes for, slik at den samlede risikoeksponering kan vurderes.

Renterisiko har fått økende betydning for finansinstitusjonene gjennom 1980-tallet. Økt liberalisering og internasjonal integrering av finansmarkedene har bidradd til større svingninger i rentene. Samtidig har det vokst fram ulike nye finansielle instrumenter som kan brukes både til å sikre seg mot og eksponere seg for renterisiko.¹⁾

Mens bankene i Danmark, Sverige og Finland er pålagt å rapportere renterisiko til myndighetene, er det ingen slik rapporteringsplikt i Norge. Det arbeides både i Baselkomiteen for banktilsyn²⁾ og i regi av EF for å komme fram til regler for kapitalkrav for renterisiko. På lik linje med dagens kapitalkrav vil de internasjonale regler på dette feltet i stor grad påvirke de regler som i fremtiden vil bli innført i Norge.

¹⁾ Disse instrumentene behandles ikke i denne artikkelen.

²⁾ Baselkomiteen består av representanter for sentralbankene og banktilsynsmyndighetene i Luxemburg og G-10-landene (Belgia, Kanada, Frankrike, Tyskland, Italia, Japan, Nederland, Sverige, Sveits, Storbritannia og USA). Baselkomiteen anvender sekretariatet til Bank for International Settlements i Basel.

Hvordan oppstår renterisiko? Ved en endring i markedsrenten kan en finansinstitusjon ikke gjennomføre renteendringer parallelt for alle renteinntekts- og renteutgiftsposter, hvis de ulike fordrings- og gjeldsposter har forskjellige rentebindingstider. Endring av markedsrenten vil da gi en økning eller en reduksjon av rentenettoen (sum renteinntekter minus sum rentekostnader).

Endring av markedsrenten påvirker også markedsverdien av rentebærende verdipapirer. Ved fall i markedsrenten vil kursen på en fastrenteinvestering øke. Dette forklares ved at avkastningen da blir bedre i forhold til markedsvilkårene. Tilsvarende vil verdistigningen på et fastrenteinnlån ved fall i markedsrenten innebære et tap. Ved renteøkning blir det motsatt.

En viktig del av bankenes renterisiko er knyttet til deres beholdning av ihendehaverobligasjoner med langsiktig bundet rente, finansiert ved innlån med kortere rentebinding.

Renterisiko og annen risiko. Renterisiko henger sammen med flere andre risikotyper som finansinstitusjonene utsettes for, som likviditetsrisiko, valutarisiko, aksjekursrisiko og kredittisiko. Disse risikotypene vil kunne påvirke hverandre gjensidig.

Dagens kapitaldekningskrav i finansinstitusjonsloven omfatter bare kredittisiko.

Valutarisiko reguleres ved posisjonsgrenser fastsatt i Norges Banks valutaforskrift. Likviditetsrisiko reguleres i noen grad gjennom likviditetsreservekrav i banklovene. Aksjekursrisiko og risiko knyttet til verdiutvikling på fast eiendom reguleres indirekte i finansinstitusjonsloven, gjennom grenser for beholdning av aksjer og fast eiendom m.m.

Renterisiko derimot, er i dag verken omfattet av noen form for rapporteringsplikt eller regulering. Finansinstitusjoner med særskilt valutaautorisasjon etter reglene i Norges Banks valutaforskrift, er imidlertid pålagt å ha skriftlig dokumentasjon på at visse formelle forutsetninger for intern styring og kontroll av risiko (inklusive renterisiko) er oppfylt.

Renterisikostyring i norske banker. Vårt hovedinntrykk er at de større norske bankene først i siste halvdel av 80-årene begynte å arbeide systematisk med interne systemer for måling og styring av renterisiko for hele bankdriften. Systemer for rentebærende verdipapirer i «trading»-porteføljen³⁾ ble utviklet tidligere.

Valg av metode for intern måling av renterisiko ser ut til å variere mye fra bank til bank. Det er også store forskjeller på hvordan bankene styrer sin renterisiko og setter grenser for maksimal renterisikoeksponering. Bankene tar her på ulik måte hensyn til samlet inntjening og egenkapital. Det varierer også fra bank til bank i hvilken grad renterisiko vurderes i forhold til andre typer risiki.

Regnskaps- og datasystemene er fremdeles gjennomgående dårlig egnet til å lage automatiske rapporter for renterisiko for hele bankdriften. Et viktig problem her er at de enkelte kontrakter ikke er «merket» med rentebindingstid.

Regnskapsmessig og økonomisk perspektiv. Renterisiko kan betraktes ut fra et regn-

skapsmessig perspektiv, knyttet til dagens regnskapslovgivning. Endringer i markedsrenten påvirker resultatpostene netto renteinntekt og netto kursgevinst/tap for rentebærende verdipapirer. Urealisert kurstap skal bokføres, i motsetning til urealiserte kursgevinster. I balansen føres kontraktene etter «forsiktighetsprinsippet», dvs. med den laveste verdien av markedsverdien og anskaffelseskostnaden.

For intern økonomisk styring i finansinstitusjonene vil det være aktuelt å vurdere renterisiko ut fra et *økonomisk perspektiv* som er løsrevet fra regnskapsreglene. Ut fra denne innfallsvinkelen beregnes effekten av en renteendring på markedsverdien for fordringer og gjeld både i og utenfor balansen. Dermed anslås indirekte effekten på markedsverdien av egenkapitalen. Med markedsverdi mener vi her nåverdi av alle fremtidige nettobetalingen.

For det enkelte regnskapsår vil regnskapsreglene og den økonomiske innfallsvinkelen som regel føre til forskjellig verdi-vurdering av egenkapitalen.

Metoder for måling av renterisiko.

For å måle effekten av en endring i markedsrenten på regnskapet brukes vanligvis en «gap-analyse». For å måle effekten på markedsverdien ut fra det økonomiske perspektivet er «durasjonsanalyse» mest brukt.

Vi vil skissere hvordan disse analysemetodene kan brukes ved rapportering og eventuelt regulering av renterisiko. Ved valg av metode må to viktige hensyn avveies mot hverandre. Metoden bør gi et mest mulig nøyaktig mål på renterisikoen, men den bør samtidig være enkel å forstå og å bruke. Hvis rapporteringen blir for komplisert og krever for mye ressurser, vil dette kunne gjøre det vanskeligere for myndighetene å få pålitelige oppgaver fra finansinstitusjonene.

For store og aktive finansinstitusjoner vil behovet for intern styring av renterisiko innebære mer omfattende registrering enn

³⁾ Rentebærende verdipapirer som i regnskapsreglene klassifiseres som omløpsmidler.

hva som vil kreves for rapportering. For mindre finansinstitusjoner med mer enkel og oversiktlig virksomhet, kan derimot myndighetenes krav til rapportering bli mer sammenfallende med egne behov.

For internt bruk i finansinstitusjonene er det utviklet ulike former for simuleringsmodeller. Disse kan brukes til å analysere effekten på inntjeningen ved forskjellige forutsetninger om utvikling i ulike renter, balansesammensetning og -volum, etc. Simuleringsmodellene tar utgangspunkt i gap- og durasjonsanalysene og modifiserer en del av de forenklede forutsetningene som ofte gjøres ved bruk av disse.

Selv de mest sofistikerte metodene er imidlertid avhengige av at det gjøres visse forutsetninger, og disse kan påvirke resultatet betydelig. Resultatene bør derfor tolkes som tilnærminger til de faktiske forhold. En viktig fordel ved simuleringsmodellene er at de kan brukes til å belyse hvordan resultatene påvirkes ved å endre forutsetningene.

Nedenfor beskrives en enkel form for gap-analyse og durasjonsanalyse. I siste del av artikkelen skisseres et eksempel på hvordan disse metodene kan brukes til å beregne kapitalkrav for renterisiko.

Gap-analyse

En enkel gap-analyse fremstilles i en matrise som angir bankens rentefølsomme poster⁴⁾ i og utenfor balansen. Kontraktene innen de enkelte postene er gruppert i kolonner for forskjellige tidsbånd for første mulige rentejustering eller forfall.

I tabell 1 har vi gitt et eksempel på en enkel gap-analyse. Vi har her valgt å inndele postene i sum fordringer og sum gjeld. Vi har videre valgt å gruppere disse postene på 13 ulike tidsbånd.

For hvert tidsbånd (kolonne) beregnes et gap (nettoposisjon) som er forskjellen mellom summen av fordringsposter og sum-

⁴⁾ En rentefølsom post/kontrakt vil enten rentejusteres eller forfalle innen den aktuelle tidsperioden, i motsetning til rentefølsomme poster/kontrakter.

men av gjeldsposter. Gapet for det enkelte tidsbånd kan betraktes som en renteposisjon, dvs. et uttrykk for hvor eksponert tidsbåndets kontrakter sett under ett er overfor renterisiko. Hvis fordringene er større enn gjelden, er tidsbåndgapet «positivt» (en netto fordringsposisjon). Hvis rentene øker, vil rentenettoen øke. Motsatt reduseres rentenettoen hvis fordringene er mindre enn gjelden, dvs. at tidsbåndgapet er «negativt» (en netto gjeldsposisjon). Hvis gapet er lik null, vil en renteendring ikke påvirke rentenettoen.

En gap-analyse vil gi et mer korrekt uttrykk for renterisiko jo snevrere tidsbåndene er og jo mindre forskjell det er på rentejusteringstidspunktene til fordrings- og gjeldspostene innen de enkelte gap-periodene. Tidsbåndene er mer fininndelt for de korteste løpetidene fordi balansen ofte er mest konsentrert om korte løpetider.

Kontrakter med usikre kontantstrømmer, som f.eks. innskudd fra publikum og utlån til publikum, kan fordeles på de ulike tidsbånd ut fra visse standardantakelser om rentejusteringstidspunkt basert på historiske data.

Med utgangspunkt i balansen i tabell 1 vil vi nå studere effekten på rentenettoen⁵⁾ ett år fram av en umiddelbar renteøkning på 1 prosentpoeng for alle renter⁶⁾. Rentnivået holdes så konstant på dette nivået ut året. Dette betyr altså at renten på de enkelte kontrakter øker med 1 prosentpoeng så snart rentebindingstiden på den enkelte kontrakt er utløpt. Vi antar konstant balansestørrelse og -sammensetning, slik at sum fordringer og sum gjeld i hvert tidsbånd holdes konstant. Dette kalles statisk gap-analyse⁷⁾.

⁵⁾ Vi ser bort fra effekten på netto kursgevinst/tap for rentebærende verdipapirer.

⁶⁾ Dette innebærer et parallelt skift i avkastningskurven og forutsetter fullstendig positiv korrelasjon mellom alle renter.

⁷⁾ Dette innebærer at kontrakter som forfaller erstattes med tilsvarende kontrakter og at eventuelle avdrag reinvesteres i tilsvarende kontrakter. Dessuten ignoreres effekten av rentebetalinger på balansen.

Tabell 1. Et eksempel på en enkel gap-analyse i en tenkt finansinstitusjon.
Alle tall i mill. kroner

Tidsbånd	Nr.	1				2				3				4			
		>1 mnd		>3 mnd		>6 mnd		>1 år		>2 år		>3 år		>4 år		>5 år	
	Rentebindings-tid	<1 mnd	<3 mnd	<6 mnd	<1 år	<2 år	<3 år	<4 år	<5 år	<7 år	<10 år	<15 år	<20 år	>20 år			
Sum fordringer		100	200	100	150	200	50	200	50	100	100	100	0	0			
Sum gjeld		-150	250	100	100	100	100	150	100	100	100	200	0	0			
Nettoposisjon (tidsbåndgap)		-50	-50	0	50	100	-50	50	-50	0	0	-100	0	0			

Vi antar at vi står ved årsskiftet. I løpet av årets første måned øker da renter for kontrakter i tidsbånd 1 (rentebinding under en måned) med 1 prosentpoeng. Dette påvirker rentenettoen i den aktuelle tidsbåndperioden (her januar). Kontrakter i alle andre tidsbånd har lengre rentebindingstid og vil derfor ha uforandret rente. Disse kontraktene påvirker således ikke rentenettoen i januar.

I løpet av februar og mars øker så rentene for kontrakter i tidsbånd 2 (rentebinding over 1 og under 3 mnd.) med 1 prosentpoeng. Rentenettoen i februar og mars blir således påvirket av renteøkningen for kontraktene både i tidsbånd 1 og tidsbånd 2. På tilsvarende måte påvirkes rentenettoen i de påfølgende tidsbånd.

Da det her antas at renteøkningen er den samme for alle fordrings- og gjeldskontrakter, kan man beregne effekten på rentenettoen i hver tidsbåndperiode ved å multiplisere renteendringen med gapet for tidsbåndet.

Den antatte renteøkning på 1 prosentpoeng er regnet etter årlig rate. Renteendringen innen et tidsbånd må således multipliseres med en brøk som angir tidsbåndets lengde i forhold til et år, f.eks 1/12 for tidsbånd 1.

Innen hvert enkelt tidsbånd rentejusteres kontraktene på forskjellige tidspunkt innen båndet. Vi antar at kontraktene i det enkelte tidsbånd i gjennomsnitt rentejusteres midt i båndet. Ved beregning av renteøkningens effekt på rentenettoen i den aktuelle tids-

båndperioden multipliseres derfor gapet med 0,5. Resten av året får renteendringen full virkning for de aktuelle kontrakter.

Ut fra dette kan vi beregne endringer i rentenettoen for de enkelte tidsbåndperiodene. Gap(t) angir gapet i tidsbånd nummer t, der t=1,2,3,4.

Effekt på rentenetto i tidsbåndperiode 1 (januar):

$$\text{Gap}(1) \cdot 0,01 \cdot 1/12 \cdot 0,5$$

Effekt på rentenetto i tidsbåndperiode 2 (februar og mars):

$$\begin{aligned} &\text{Gap}(2) \cdot 0,01 \cdot 2/12 \cdot 0,5 \\ &+ \text{Gap}(1) \cdot 0,01 \cdot 2/12 \end{aligned}$$

Effekt på rentenetto i tidsbåndperiode 3 (april – juni):

$$\begin{aligned} &\text{Gap}(3) \cdot 0,01 \cdot 3/12 \cdot 0,5 \\ &+ \text{Gap}(2) \cdot 0,01 \cdot 3/12 \\ &+ \text{Gap}(1) \cdot 0,01 \cdot 3/12 \end{aligned}$$

Effekt på rentenetto i tidsbåndperiode 4 (juli – desember):

$$\begin{aligned} &\text{Gap}(4) \cdot 0,01 \cdot 6/12 \cdot 0,5 \\ &+ \text{Gap}(3) \cdot 0,01 \cdot 6/12 \\ &+ \text{Gap}(2) \cdot 0,01 \cdot 6/12 \\ &+ \text{Gap}(1) \cdot 0,01 \cdot 6/12 \end{aligned}$$

Endringen i rentenettoen for året er summen av endringen for de enkelte tidsbåndperioder.

For kontrakter med rentebinding over ett år, får en renteendring først effekt på rentenettoen i etterfølgende år. Gap-analy-

sen slik vi har fremstilt den her, tar ikke hensyn til disse effektene.

Videre kan gap-analysen kritiseres for at den ikke tar hensyn til endringen i markedsverdien av egenkapitalen ved en renteendring. Vi kan imidlertid få et uttrykk for denne endringen ved å beregne nåverdien av alle fremtidige endringer i rentenettoen (ikke bare ett år framover som ovenfor).

Videre kan gap-analyse utvides ved også å ta hensyn til effekten av en renteendring på årets netto kursgevinst/tap for rentebærende verdipapirer slik dette regnskapsføres. Det vil da tas hensyn til endringer i markedsverdi ut fra regnskapsreglenes «forsiktighetsprinsipp» nevnt foran.

Dersom gap-analyse skal brukes ved rapportering, bør den utformes relativt enkelt. I vårt eksempel på en gap-analyse har vi gjort en del forutsetninger for å forenkle beregningene. Som nevnt kan en viss renterisiko skjules innen de enkelte gap-periodene. Forutsetningene om konstant balanse og at alle renter endres prosentvis like mye, er sjelden realistiske.

I de land der gap-analyse brukes ved rapportering, er det vanlig å utføre en gap-analyse for hver valuta, uten å gjøre forutsetninger om korrelasjon mellom renter i ulike valutaer.

Ved tolkning av resultatene av en enkel gap-analyse er det viktig å ta hensyn til begrensningene ved metoden.

Durasjonsanalyse

Et mål på effektiv eller gjennomsnittlig løpetid. Jo lenger midler «bindes opp» i en plassering, jo større er det potensielle tap eller gevinst ved en gitt endring i markedsrenten. Hvis markedsrenten øker (eller synker) vil en obligasjon med fast rente være bundet til en avkastning som er blitt dårligere (eller bedre) vurdert ut fra markedsvilkårene. Dette representerer et større beløp jo lenger tid renten er bundet. Renterisiko øker derfor med løpetiden.

Renterisikoen for en obligasjon avhenger

Ramme 1. Macaulays durasjon

Formelen for Macaulays durasjon for en obligasjon (D_O) er:

$$D_O = \frac{\sum_{t=1}^n t \cdot \frac{C_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

der forklaringen av symbolene er følgende:

C_t = betaling (rente, avdrag og hovedstol) på tidspunkt t

t = 1, 2, n (der n er tidspunkt for forfall av hovedstolen)

r = effektiv rente

Durasjon angis i antall perioder. Hvis t angis i år (og r er årsrente), vil durasjon måles i antall år.

også av tidsforløpet for betalingene og kupong- og markedsrenten. Durasjon omfatter alle disse elementene.

Den enkle form for durasjon er «Macaulays durasjon». Denne angir det veide gjennomsnitt av løpetidene for en obligasjonsbetalinger (renter, avdrag og hovedstol). Vektene er nåverdien av den enkelte betaling i forhold til markedsverdien for obligasjonen. Macaulays durasjon kalles ofte for vektet gjennomsnittlig løpetid eller effektiv løpetid. Formelen for Macaulays durasjon er vist i ramme 1. Det forutsettes en flat avkastningskurve, dvs. at den effektive renten for alle perioder er like. Beregningene her bygger på forutsetningen om et lite, parallelt skift i denne kurven.

For nullkupongobligasjoner, som bare har én betaling med vekt lik 1, vil durasjon være sammenfallende med tid til forfall. For alle obligasjoner med mer enn én betaling, vil durasjonen være kortere. Durasjonen for et obligasjonslån er kortere jo tidligere tilbakebetalingene skjer. Durasjonen er såle-

des kortere jo hyppigere rente- og avdrags-terminene er. Dessuten blir durasjonen kortere jo større avdragene er i begynnelsen av tilbakebetalingsperioden. Høyere kupong- og/eller markedsrente bidrar også til redusert durasjon.

De viktigste faktorene som bestemmer durasjon er tid til forfall av hovedstolen og tidsforløpet for betalingene. F.eks. vil en 5-års nullkupongobligasjon ha durasjon lik 5 år. En 5-års obligasjon med 10% effektiv rente og 10% kupongrente uten avdrag har en durasjon på 4,05 år. Et 5 års lån med like store månedlige betalinger og 10% effektiv rente har en durasjon på 2,34 år.

Kupong- og markedsrenten betyr ikke på langt nær så mye for durasjonen. Hvis kupongrenten på den nevnte 5-års obligasjonen øker fra 10% til 12%, alt annet konstant, vil durasjonen reduseres fra 4,05 til 3,95. Dersom den effektive renten øker fra 10% til 12%, alt annet konstant, vil durasjonen falle fra 4,05 til 4,01.

Durasjon for en portefølje. Durasjonen for en portefølje av obligasjoner er den vektete durasjonen av de enkelte obligasjonene. Vektene er markedsverdien av den enkelte obligasjonen i forhold til markedsverdien for hele porteføljen. Durasjonen for porteføljen påvirkes på samme måte som durasjonen for den enkelte obligasjonen av løpetid, tidsforløpet for betalingene og kupong- og markedsrenten.

Modifisert durasjon. Durasjon kan brukes ved beregning av kurseffekten på en obligasjon ved endring i markedsrenten. Til dette brukes den modifiserte durasjon som er utledet i ramme 2. Den modifiserte durasjon vil på samme vis som den enkle durasjon avhenge av endringer i løpetid, tidsforløpet for betalingene, samt kupong- og markedsrenten.

Tilsvarende som for den enkle durasjon er modifisert durasjon for en portefølje av obligasjoner en vektet sum av den modifiserte durasjon for hver av obligasjonene.

Ramme 2. Modifisert durasjon

Markedsverdien på en obligasjon (M_0) kan uttrykkes ved (jf. symbolforklaringen i ramme 1):

$$M_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

Ved å derivere med hensyn på r og gjøre noen mellomregninger får vi:

$$\frac{\delta M_0}{\delta r} = -Dm_0 \cdot M_0$$

der modifisert durasjon for obligasjonen (Dm_0) er lik

$$Dm_0 = \frac{D_0}{(1+r)}$$

Hvis vi betrakter en finansinstitusjon som en portefølje av fordringer og gjeld, vil modifisert durasjon for egenkapitalen bli en vektet differanse mellom modifisert durasjon for fordringene og for gjelden. Vektene vil være hhv. markedsverdien av fordringene og av gjelden i forhold til markedsverdien til egenkapitalen.

Immunisering mot renterisiko. Anta at en investor plasserer i en portefølje av obligasjoner som har lengre løpetid enn investeringshorisonten (det tidspunkt investor ønsker å frigjøre sine midler). Renterisikoen for denne porteføljen består av to elementer:

- reinvesteringsrisikoen, knyttet til at det er usikkert hvilken rente forfalte betalinger kan reinvesteres til, og
- kursrisikoen, knyttet til at det er usikkert hvilken markedsverdi porteføljen vil ha når den selges i annenhåndsmarkedet.

Anta at markedsrenten øker. Renteinntekten på de reinvesterte beløp blir da

høyere, men samtidig reduseres markedsverdien på porteføljen. Reduksjon i markedsrenten vil virke motsatt.

Reinvesteringsrisikoen vil være mindre jo kortere investeringshorisonten er. For kursrisikoen vil det være motsatt. På et visst tidspunkt vil en endring i markedsrenten ha en effekt på de to risikoelementene som akkurat opphever hverandre. Det kan vises at dette tidspunktet tilsvarer porteføljens durasjon. Konstrueres porteføljen slik at durasjonen blir lik investeringshorisonten, vil en endring i markedsrenten ikke påvirke investors samlede avkastning (renter og kursendringer). Investor kan da sies å være immunisert mot en renteendring.

Anta at investor forventer at markedsrenten vil stige før tidspunktet for investeringshorisonten. Porteføljen bør da konstrueres slik at durasjonen blir kortere enn denne horisonten. Det vil være motsatt ved forventning om rentenedgang.

Ved hjelp av modifisert durasjon for egenkapitalen kan det som nevnt anslås hvordan markedsverdien av egenkapitalen påvirkes av en renteendring. Markedsverdien av egenkapitalen er immunisert hvis modifisert durasjon for fordringer er lik modifisert durasjon for gjeld samtidig som markedsverdiene av fordringer og gjeld er like store, jf. ramme 3. En finansinstitusjon kan også være immunisert selv om modifisert durasjon for fordringer og gjeld er ulike og markedsverdiene er forskjellige, forutsatt at institusjonen tilpasser de nevnte fire variablene slik at betingelsen i ramme 3 er oppfylt.

Forenklet beregning av durasjon. Ved beregning av durasjon for en portefølje kreves informasjon om hver enkelt kontrakts nøyaktige rente- og avdragsbetalinger. Slike beregninger krever derfor mye ressurser. Ved bruk av durasjon ved rapportering av renterisiko til myndighetene kan det således være ønskelig å forenkle beregningene ovenfor.

Som nevnt foran er estimatet for en durasjon ganske følsomt overfor endringer i

Ramme 3. Immunisering

Modifisert durasjon for en portefølje kan utledes tilsvarende som for en enkelt obligasjon som vist i ramme 2.

Forutsatt at

$$\delta r = \delta r_f = \delta r_g$$

får vi at:

$$\begin{aligned} \frac{\delta M_{ek}}{\delta r} &= \frac{\delta M_f}{\delta r} - \frac{\delta M_g}{\delta r} \\ &= - (D_{mf} \cdot M_f - D_{mg} \cdot M_g) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} M_{ek} &= M_f - M_g \\ &= \text{markedsverdien av egenkapitalen} \end{aligned}$$

M_f = markedsverdien av fordringer på og utenfor balansen

M_g = markedsverdien av forpliktelser på og utenfor balansen

D_{mf} = modifisert durasjon for fordringene

D_{mg} = modifisert durasjon for gjelden

r_f = verdiveid gjennomsnittlig effektiv rente på fordringer

r_g = verdiveid gjennomsnittlig effektiv rente på gjeld

Av dette ser vi at markedsverdien av egenkapitalen er immunisert mot renteendring hvis:

$$\frac{\delta M_f}{\delta r} = \frac{\delta M_g}{\delta r} \quad \text{dvs.:}$$

$$D_{mf} \cdot M_f = D_{mg} \cdot M_g$$

tidsforløpet for betalingene og endringer i tid til forfall av hovedstolen. For å ta hensyn til forskjeller i tidsforløpet for betalinger

gene kan gjelds- og fordringskontraktene inndeles i tre kategorier:

- kontrakter med både rente- og avdragsbetalinger før forfall
- kontrakter med bare rentebetalinger før forfall av hovedstolen
- kontrakter der alle rente- og avdragsbetalinger kommer ved forfall av hovedstolen.

For å ta hensyn til forskjeller i tid til endelig forfall kan kontraktene i de tre kategoriene grupperes i tidsbånd.

Fordi durasjonsestimatet ikke er særlig følsomt overfor feilanslag for kupong- og markedsrenten kan det angis et felles anslag for kupong- og markedsrente for alle kontrakter.

Arbeidet med rapportering av renterisiko internasjonalt

Norden. Danmark, Sverige og Finland har – i motsetning til Norge – utviklet systemer for rapportering av renterisiko i banker.

Rapporteringen startet i 1986 i Danmark, i 1987 i Sverige og ved årsskiftet 1987/1988 i Finland. Rapporteringen i alle land er bestemt i lov eller forskrift. Det er stor forskjell på systemene i de ulike landene. Et fellestrekk er imidlertid at ingen har kapitalkrav for bankenes renterisiko.

Danske banker rapporterer hver måned til Finanstilsynet durasjon for obligasjoner i danske kroner notert på Københavns Fondsbørs. Dette utgjør ca. 15% av bankenes balanse. For resten av balansen rapporteres ikke renterisiko. Muligens vil rapporteringen bli utvidet til å omfatte durasjon for større deler av balansen. Banker som har større rapportert durasjon enn gjennomsnittet, varsles.

Svenske banker rapporterer renterisiko til Finansinspektionen hvert tertial. Rentebærende kontrakter, inndelt i ca. 30 ulike poster, grupperes som i en gap-analyse. Hvert tidsbåndgap gis en vekt basert på

modifisert durasjon. Summen av de vektete tidsbåndgapene multipliseres med 1 prosentpoeng renteendring (en parallellforskyvning av rentekurven). Dette kan anses som et uttrykk for endring i porteføljens markedsverdi ved den nevnte renteendring, og skal ikke overstige 20% av egenkapitalen. Ingen banker har hatt så høy eksponering. Det gjøres én analyse for svenske kroner og én for alle valutaslag samlet, der nær 90% utgjøres av amerikanske dollar. Bankene gjør gjennomgående mye manuelt arbeid ved rapporteringen.

I Finland rapporterer bankene renterisiko til sentralbanken hvert kvartal målt ved en gap-analyse av balansepostene og poster utenom balansen. Alle valutaslag inklusive finske mark rapporteres for seg. For filialkontorer utenlands rapporteres renterisiko i hver utenlandsk valuta. Det vurderes her å innføre konsernrapportering. Dessuten rapporteres i dag et anslag for durasjon for obligasjoner. Finlands Bank studerer også rente- og valutasvingninger og korrelasjon mellom renter. Sentralbanken sammenholder resultatene fra disse metodene i en skjønnsmessig vurdering av den enkelte banks renterisiko. Renterisikoeksponeringen vurderes også skjønnsmessig i forhold til eksponering overfor andre risikotyper. Videre har Finlands Bank utviklet et edb-program som bankene kan bruke ved rapporteringen. Bankene varsles hvis parallellforskyvning av rentekurven med 1 prosentpoeng gir en inntektsreduksjon et år som overstiger 20 % av fjorårets samlede rentenetto og agio.

G-10-landene og EF. Baselkomiteen for banktilsyn (jf. fotnote 2) har opprettet en arbeidsgruppe for hhv. rente-, valuta- og aksjekursrisiko. Mandatet for hver arbeidsgruppe er å utarbeide målemetode og kapitaldekningskrav for hver av de nevnte risiki. Dette skal komme i tillegg til dagens kapitalkrav for kredittrisiko⁸⁾.

⁸⁾ Baselkomiteen ferdigstilte i 1988 et kapitaldekningskrav knyttet til kredittrisiko. EF og også mange land utenfor EF, deriblant Norge, har sluttet seg til dette.

Arbeidsgruppen for renterisiko har i første omgang konsentrert seg om å utarbeide et system for «trading»-porteføljen av rentebærende verdipapirer (med tilhørende sikringsinstrumenter utenfor balansen). Dette skal kunne anvendes både for virksomheten til fondsmeklerforetak (securities firms) og for «trading»-porteføljen i banker. Siktemålet er at systemet også skal kunne brukes — eventuelt med noen justeringer — til å måle renterisiko for hele virksomheten i banker.

Det er usikkert hvor raskt Baselkomiteen vil komme fram til et system for kapitalkrav på renterisiko. Dette kan skje i begynnelsen av 1992. Deretter vil det antagelig gå noen år før reglene innføres, i og med at medlemslandene vil få en høringsperiode og en tilpasningstid. Rapporteringen kan imidlertid starte før kapitalkravene innføres.

Arbeidet med å komme fram til et målesystem og egenkapitalkrav for renterisiko foregår parallelt i Baselkomiteen og i EF. I og med at de fleste G-10-landene også er medlemmer i EF, vil reglens innhold og tidspunktet for iverksettelse i stor grad bli samordnet.

Sannsynligvis vil også en rekke andre land, i første rekke industriland og andre finansielle sentra, innføre om lag tilsvarende regler.

Beregning av kapitalkrav

Vi vil nå skissere hvordan kapitalkrav kan beregnes for «trading»-porteføljen av rentebærende verdipapirer. Vi tar utgangspunkt i det arbeidet som er gjort i Baselkomiteen og dens arbeidsgruppe for renterisiko⁹⁾. Hvilke prinsipper som vil bli valgt, ser ut til å være på plass, mens kvantifisering gjenstår. Vi fremstiller metoden ved å gå gjennom et regneeksempel, vist i tabell 2. Alle

⁹⁾ Dette er skissert blant annet i en artikkel i den svenske Riksbankens tidsskrift «Penning- & valutapolitik» skrevet av Göran Lind og Åke Törnqvist. Videre har Göran Lind holdt et foredrag om dette på et seminar i Sosialøkonomenes Forening i mai 1991.

tallstørrelser, prosentsatser osv. som brukes i det følgende, er bare ment som eksempler.

Beregning av kapitalkrav for en portefølje kan gjøres enten etter en såkalt «enhetlig metode» eller etter en såkalt «byggeklossmetode». I begge metodene fastsettes kapitalkravet ut fra summen av ulike risikokomponenter. Forskjellen på de to metodene er at «byggeklossmetoden» i motsetning til «den enhetlige metoden» spesifiserer hvor stor del av et totalt kapitalkrav som er knyttet til de forskjellige risikoelementene.

Det ser ut til at Baselkomiteen vil basere seg på en «byggeklossmetode». For «trading»-porteføljen av rentebærende verdipapirer skilles det mellom «spesifikk risiko» og renterisiko.

«*Spesifikk risiko*». Denne risikoen er tilnærmet lik vanlig kredittrisiko. Som dagens kapitalkrav for kredittrisiko, blir kapitalkrav for «spesifikk risiko» for verdipapirer vektet med antatt risiko knyttet til utsteder.

Det første trinnet i kapitalberegningen for «trading»-porteføljen av rentebærende verdipapirer vil da være å summere kapitalkrav knyttet til «spesifikk risiko» for de ulike kontrakter. Vi har ikke gitt noe talleksempel på dette i vårt regneeksempel i tabell 2.

Et kapitalkrav for «spesifikk risiko» for rentebærende verdipapirer i «trading»-porteføljen vil erstatte dagens kapitalkrav for kredittrisiko for disse papirene.

Renterisiko. Kapitalkrav for renterisiko kan utformes ved å ta utgangspunkt i gap-analyse eller durasjon. F.eks. kan kapitalkravet utformes på basis av en potensiell reduksjon av årets rentenetto ved en gitt renteendring. Et slikt kapitalkrav vil bare ta hensyn til posisjoner med rentebindinger under ett år. Et kapitalkrav bør imidlertid ta hensyn til alle fremtidige effekter. Kapitalkravet bør derfor knyttes til endringen i egenkapitallens markedsverdi, målt ved modifisert durasjon. Dette gjøres i den metoden vi nå vil skissere.

Utgangspunktet for metoden er det samme som i en gap-analyse, i og med at kontraktene¹⁰⁾ grupperes i tidsbånd ut fra gjensstående tid til rentjustering eller forfall. (Jf. oppsettet i tabell 1 og 2.)

Kapitalkrav for renterisiko kan beregnes ut fra at en finansinstitusjon skal ha kapital nok til å kunne «tåle» en viss endring i markedsrenten. Hvor store renteendringer som her bør legges til grunn, er et skjønnsspørsmål som må baseres på blant annet sannsynlighetsvurderinger.

I vår gjennomgang av gap-analyse og durasjon, forutsatte vi at rentene ble endret med like mange prosentpoeng for alle bindingstider. Det er sjelden tilfelle. Korte renter er vanligvis utsatt for sterkere svingninger enn lange. Ut fra dette antar vi i vårt eksempel 1 prosentpoeng renteendring for løpetider under et år, og gradvis synkende til 0,6 prosentpoeng for de lengste løpetidene.

Som nevnt knytter metoden kapitalkravet til en rentendrings effekt på markedsverdi, målt ved modifisert durasjon. For enkelhets skyld knyttes kapitalkravet for renteposisjoner i hvert bånd til modifisert durasjon på midtpunktet i tidsbåndet. Som en rimelig forenkling for de fleste land kan det antas at alle verdipapirer¹¹⁾ har en kupong- og markedsrente på 8%¹²⁾.

Ut fra dette fastsettes kapitalkrav for renterisiko ved å gi posisjonene i det enkelte tidsbånd en vekt. Vektene konstrueres ved å multiplisere modifisert durasjon på midtdatoen i det aktuelle tidsbåndet med antatt prosentpoeng endring i renten for dette båndet.

Durasjonen øker med rentebindingstiden, mens antatt renteendring derimot synker i vårt eksempel. Resultatet av de to motsatte effektene er — under våre forut-

¹⁰⁾ Opsjoner bør behandles særskilt. Vi tar ikke for oss dette i vårt eksempel.

¹¹⁾ Nullkupongobligasjoner bør behandles særskilt. I vårt eksempel ser vi for enkelhets skyld bort fra dette.

¹²⁾ Jf. at feilanslag for kupong- og markedsrenten vil ha liten betydning for durasjonsestimater.

setninger — at vektene øker med tiden for rentebinding. Tabell 2 viser et mulig eksempel på hvordan risikovektene knyttet til de enkelte tidsbåndene gradvis øker jo lenger rentebindingstid tidsbåndet representerer.

Risikovektene knyttes til både brutto- og nettoposisjoner innen det enkelte tidsbånd. Kapitalkrav for brutto- og nettoposisjoner beregnes imidlertid på forskjellig måte. Del A i tabell 2 viser bruttoposisjonene som sum gjeld og sum fordringer for hvert tidsbånd. Del A viser også nettoposisjonen innen hvert bånd, beregnet som differansen mellom sum fordringer og sum gjeld. Dette tilsvarer tidsbåndgap i en gap-analyse. Som i en gap-analyse kan tidsbåndgapet være positivt (en netto fordringsposisjon) eller negativt (en netto gjeldsposisjon).

Vi vil nå først ta for oss beregning av kapitalkrav for risikovektede bruttoposisjoner.

En bruttoposisjon kan «sikres» med en motsatt bruttoposisjon i samme løpetidsbånd. Rentene knyttet til de to posisjonene er imidlertid neppe perfekt positivt korrelerte, fordi de er knyttet til verdipapir(er) som kan ha forskjellig renteutvikling — såkalt basisrisiko. Av den grunn er det ikke mulig å oppnå en fullstendig «sikring» mellom motsatte bruttoposisjoner i forskjellige verdipapirer.

For å ta hensyn til basisrisikoen kan det være rimelig å legge et kapitalkrav på den minste av de to risikovektede bruttoposisjonene i hvert tidsbånd¹³⁾, jf. del A i tabellen. I vårt eksempel er dette kravet satt til 10%. Dette kapitalkravet for hvert tidsbånd summeres og utgjør totalt kapitalkrav i trinn nummer 1 i beregningen, lik 1,99 millioner kroner i tabell 2.

Neste skritt i beregningen er behandlingen av risikovektede nettoposisjoner.

I de fleste land er det høyere positiv korrelasjon mellom endringer i renter jo likere rentebindingstidene er. Dette tilsier større

¹³⁾ Den minste av de to bruttoposisjonene kan sies å være «sikret» med et tilsvarende beløp i den motsatte bruttoposisjonen.

Tabell 2. Et eksempel på en metode for å beregne kapitalkrav for renterisiko i en tenkt finansinstitusjon. Alle tall i mill. kroner

Sone		1				2					3				Kapi- tal- krav	
Tids- bånd	Nr.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
	Rente- bindings- tid	<1 mnd	>1 mnd <3 mnd	>3 mnd <6 mnd	>6 mnd <1 år	>1 år <2 år	>2 år <3 år	>3 år <4 år	>4 år <5 år	>5 år <7 år	>7 år <10 år	>10 år <15 år	>15 år <20 år	>20 år		
A																
	Sum fordringer	100	200	100	150	200	50	200	50	100	100	100	0	0		
	Sum gjeld	-150	250	100	100	100	100	150	100	100	100	200	0	0		
	Nettoposisjon	-50	-50	0	50	100	-50	50	-50	0	0	-100	0	0		
	-Sikret- fordrings/ gjeldsposisjon	100	200	100	100	100	50	150	50	100	100	100	0	0		
	Risikovekter (%)	0	0,20	0,40	0,70	1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4,50	5,25	6,00		
	Risikovektet pos.	0	0,40	0,40	0,70	1,25	0,88	3,38	1,38	3,25	3,75	4,50	0	0		
	Kapitalkrav 10%	0	0,04	0,04	0,07	0,125	0,088	0,338	0,138	0,325	0,375	0,450	0	0	1,99	
B																
	Nettoposisjon	-50	-50	0	50	100	-50	50	-50	0	0	-100	0	0		
	Risikovekter (%)	0	0,20	0,40	0,70	1,25	1,75	2,25	2,75	3,25	3,75	4,50	5,25	6,00		
	Risikovektet pos.	0	-0,10	0	0,35	1,25	-0,88	1,13	-1,38	0	0	-4,50	0	0		
	Sum vektet netto- fordringsposisjon				0,35					2,38				-4,50		
	Sum vektet netto gjeldsposisjon				-0,10					-2,26				0		
	Sikret posisjon				-0,10					-2,26				0		
	Kapitalkrav: (30% i sone 1 og 20% i sone 2 og 3)				0,03					0,45				0	0,48	
C																
	Rest soneposisjon				0,25					0,12				-4,50		
	Sikret posisjon													0,12		
	Kapitalkrav 50% for nabosoner													0,06	0,06	
D																
	Rest soneposisjon				0,25					0,00				-4,38		
	Sikret posisjon													0,25		
	Kapitalkrav 100% for ikke-nabo- soner													0,25	0,25	
E																
	Rest soneposisjon				0,00					0,00				-4,13	4,13	
Totalt																
																6,91

grad av utlikning mellom vektete tidsbånd-gap som ligger nær hverandre enn for gap i tidsbånd som ligger langt fra hverandre.

Et hjelpemiddel i denne sammenheng kan være å dele løpetidsbåndene inn i soner, f.eks. en første sone for bånd under ett år,

en annen sone for bånd mellom ett og fire år og til slutt en tredje sone for alle bånd over fire år, jf. tabell 2.

Ut fra dette beregnes vektete, hhv. netto positive og netto negative posisjoner for hver sone. Disse fremkommer som en sum

av de vektete nettoposisjoner i hvert tidsbånd, jf. del B i tabell 2. Kapitalkravet knyttes nå til den minste av de to vektete nettoposisjonene i sonen¹⁴).

Dette kapitalkravet settes høyere for posisjonen i sone 1 (rentebinding under ett år) enn i de to andre sonene, fordi renter under ett år som regel har lavere positiv korrelasjon seg imellom enn renter for lengre løpetider. I vårt eksempel har vi satt kapitalkravet her til 30% i sone 1 og 20% i sone 2 og 3. Kapitalkravet for hver sone summeres og utgjør totalt krav i dette andre trinnet i beregningen, 0,48 millioner kroner i eksemplet.

Det gjenstår etter dette å beregne kapitalkrav for de resterende soneposisjonene som hittil ikke er «sikret»: 0,25; 0,12 og -4,50 millioner kroner i hhv. sone 1, 2 og 3 i vårt eksempel.

Den positive korrelasjon mellom rentendringer avtar som nevnt med økende forskjell i bindingstid — men selv mellom de korteste og de lengste rentene er det en viss positiv korrelasjon. Ut fra dette kan det tillates en viss grad av utlikning mellom motsatte posisjoner i ulike tidssoner, mere for nabosoner enn for soner som ikke er nabo. Som eksempel settes et kapitalkrav på 50% på en soneposisjon som er «sikret» med en motsatt like stor posisjon i et nabobånd. Tilsvarende krav for ikke-nabo-bånd settes til 100%.

I vårt eksempel har posisjonene i sone 2

og 3 motsatt fortegn. Man kan således sikre 0,12 millioner kroner i sone 2 mot tilsvarende sum i sone 3. Denne «sikrede» posisjonen pålegges kapitalkrav på 50%, dvs. 0,06 millioner kroner i del C i tabell 2.

Det gjenstår da en posisjon på -4,38 millioner kroner for sone 3 og en posisjon på 0,25 millioner kroner i sone 1. Dersom vi ikke hadde tillatt utlikning av motsatte posisjoner i soner som ikke er nabo ville det bli lagt 100% kapitalkrav på summen av de to resterende soneposisjonene, dvs. totalt 4,63 millioner kroner (0,25+4,38).

I vårt eksempel tillates at den risikovektede netto positive posisjonen på 0,25 millioner kroner i sone 1 utliknes mot tilsvarende beløp i den vektete netto negative posisjonen i sone 3. Dette gir et kapitalkrav på 100% av 0,25 millioner kroner (del D i tabell 2) pluss 100% kapitalkrav på den gjenstående «usikrede» delen av posisjonen i sone 3 dvs. 4,13 millioner kroner (del E i tabell 2), totalt 4,38 millioner kroner.

Det totale kapitalkravet for finansinstitusjonens renterisiko beregnes ut fra dette ved å summere kapitalkravene som er fremkommet fra de enkelte trinnene, 6,91 millioner kroner i vårt eksempel. I vårt eksempel utgjør kapitalkravet 0,49% av en «trading»-portefølje på 1 350 millioner kroner.

¹⁴) Den minste av de to nettoposisjonene kan sies å være «sikret» med et tilsvarende beløp i den motsatte nettoposisjonen. Dette er tilsvarende som for bruttoposisjoner.

Litteraturliste

- Ahlstedt, Monica: «Measuring the interest rate and exchange rate risk of a commercial bank's portfolio», *Bank of Finland Discussion Papers*, 17/90.
- Amundsen, Bjørn Erik & Wendel, Edvard: «*Måling og styring av renterisiko, med hovedvekt på durasjonskonseptet*». Siviløkonom utredning ved Handelshøyskolen i Bergen, våren 1988.
- French, George E: «Measuring the Interest-Rate Exposure of Financial Intermediaries». FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.) *Banking Review*, fall 1988, vol.1, no.1.
- Grosen, Anders: «Offisielle risikomål for danske obligationer — en oversikt». *finans/invest* 8/87.
- Grosen, Anders: «Pengeinstitutternes renterisiko i 1980'erne: Finanstilsynets overvågningsmodell». *finans/invest* 8/90.
- Grosen, Anders: «Pengeinstitutternes renterisiko i 1980'erne: Hva sier tallene?». *finans/invest* 3/91.
- Haupt, James V. & Embersit, James A: «A method for Evaluating Interest Rate Risk in U.S. Commercial Banks». *Federal Reserve Bulletin*, Aug. 1991, Vol.77., No.8.
- Jännäri, K.V. & Ahlstedt, Monica: «Risk monitoring at the Bank of Finland». *Bank of Finland Bulletin*, Aug. 1990, Vol.64., No.8.
- Kopprasch, Robert W.: «Understanding Duration and Volatility» Chapter 5 in «*The Handbook of Fixed Income Securities*», Second Edition edited by Fabozzi, Frank J. & Pollack, Irving M.. Dow Jones-Irwin, Illinois 1987.
- Lind, Göran & Åke Törnquist: «De internationella kapital-täckningsreglerna — arbetet går vidare». *Penning- & Valutapolitik* 1991:2.
- Moen, Harald: «Renterisiko — for dårlig forstått og for lite påaktet». *Sparebankbladet* 1-91.
- Platt, Robert B: «*Controlling Interest Rate Risk, New Techniques & applications for money management*». John Wiley & Sons, Inc. New York. 1986.
- Wall, Larry D. & Pringle, John J. & McNulty, James E: «Capital Requirements for Interest-Rate and Foreign-Exchange Hedges». *Economic Review*, May/June 1990.
- Aas, Halvor: «*Renterisiko: Den nye utfordringen for norske finansinstitusjoner*». Spesialoppgave ved høyere avdelings studium på Handelshøyskolen i Bergen. Våren 1989.

Det økonomiske opplegget for 1992

Norges Bank sendte 24. oktober nedenstående brev til Finansdepartementet om sitt syn på det økonomiske opplegget i Nasjonalbudsjettet for 1992, fremlagt av Brundtland-regjeringen

I henhold til lov om Norges Bank skal banken være et utøvende og rådgivende organ for penge-, kreditt- og valutapolitikken. Som i tidligere år gir Norges Bank med dette sitt syn på regjeringens opplegg for den økonomiske politikken i 1992, slik dette presenteres i forslagene til Nasjonalbudsjett og Statsbudsjett. Ved behandlingen av denne sak har Hovedstyret delt seg i et flertall og et mindretall (Juul Bjerke). Mindretallets uttalelse er gjengitt til slutt, i punkt 5.

1 Hovedproblemstillinger i norsk økonomi

Norsk økonomi har i den siste tiden utviklet seg svakere enn tidligere antatt. Husholdningene har konsolidert sin finansielle stilling fremfor å øke forbruket. Veksten i samlede investeringer i Fastlands-Norge er lav, slik den har vært de siste årene. På den annen side er det nå en viss vekst i investeringene i konkurranseutsatt sektor, selv om sysselsettingen i disse næringene fortsatt går ned. Veksten i kreditttilførselen og pengemengden er også lav. I hovedsak skyldes dette liten låneetterspørsel, men problemene kan ha blitt forsterket ved at det er blitt vanskeligere å oppnå lån i mange finansinstitusjoner. Det er også positivt at prisstigningen gjennom det siste året har ligget klart lavere enn gjennomsnittet av våre handelspartnere, deriblant EF-landene. Trass i mer moderate lønnsoppgjør enn hva som var normalt før 1988, har konkurranseevnen bare vist beskjeden bedring. Fortsatt ligger lønnsnivået over 20 prosent høyere enn i gjennomsnittet av de land som vi konkurrerer med. Hovedinntrykket av norsk

økonomi er således omtrent som i fjor på samme tid.

Arbeidsledigheten er nå høyere enn for et år tilbake. Dette fremstår umiddelbart som det største problemet i norsk økonomi selv om ledighetsprosenten fortsatt er lavere hos oss enn i de aller fleste industriland. I et lengre perspektiv kan også et lavt investeringsnivå ha store konsekvenser. Investeringer i ny produksjonskapital er en forutsetning for at de nødvendige omstillinger i norsk økonomi skal kunne gjennomføres. På kort sikt betyr små investeringer mindre etterspørsel og høyere ledighet.

Da den økonomiske politikken ble lagt om etter oljeprisfallet i 1986, var ett av målene å redusere etterspørselen i samsvar med våre nye inntektsforutsetninger. Dette er i stor grad oppnådd, både som følge av endringer i politikken, men kanskje vel så mye som resultat av at den økte gjeldsbyrden for husholdninger og bedrifter har ført til redusert etterspørsel. Oppbyggingen av overkapasitet på 80-tallet er også en grunn til fall i etterspørselen, særlig etter investeringsvarer. Et annet av hovedmålene for den økonomiske politikken har vært å legge grunnlaget for økt produksjon i konkurranseutsatt sektor og en mer effektiv utnyttelse av ressursene. Det har imidlertid skjedd lite med hensyn til utvikling av ny virksomhet, og den arbeidskraft som er stilt ledig i skjermete næringer, er derfor ikke blitt absorbert på andre områder.

En viktig utfordring fremover er derfor å kanalisere publikums sparing til innenlandske realinvesteringer som kan gi grunnlag for økt virksomhet. Med frie kapitalbevegelser over landegrensene krever dette

at avkastningen på investeringer i Norge er på linje med tilsvarende i utlandet og høyere enn på risikofrie finansinvesteringer. Undersøkelser som er gjort av kapitalavkastningen i Norge sammenlignet med andre land, tyder på en betydelig forskjell i Norges disfavør og at denne forskjellen har økt gjennom 80-årene og kanskje like til det siste. Dette kan være en viktig hindring for en norsk investeringsoppgang som kan gi vekst i inntekter og sysselsetting.

Omleggingen skulle også redusere norsk økonomis oljeavhengighet. Her har utviklingen heller gått i motsatt retning.

2 Regjeringens økonomiske strategi og det finanspolitiske opplegget

I motsetning til hva som er situasjonen i svært mange andre land, er den norske staten i utgangspunktet i en gunstig finansiell posisjon. Imidlertid er underskuddet i statsbudsjettet for neste år på over 25 milliarder kroner, eller 3,5 prosent av BNP. I internasjonal sammenheng er dette et høyt underskudd, og om det fortsetter eller øker, vil det etter hvert bringe oss i den samme stilling som andre land strever med å komme ut av. Korrigerert for oljeinntektene og enkelte andre forhold er årets budsjettunderskudd på 65 milliarder kroner. Dette tilsvarer nesten 11 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Økningen i underskuddet henger delvis sammen med stadig høyere ledighet, noe som både krever større utbetalinger av dagpenger og reduserer skatteinngangen til det offentlige. Underskuddet skyldes imidlertid også at det over flere år har vært ført en aktiv motkonjunkturpolitikk. Denne er riktignok noe dempet i 1992, da den ekspansive virkning av budsjettet er beregnet til 1 prosent av BNP for Fastlands-Norge, mens budsjettene fra 1989 til og med 1991 hadde en ekspansiv virkning på til sammen 5,5 prosent av BNP.

En etterspørselsstimulans av denne størrelse kunne være et naturlig svar på proble-

mer i økonomien som man regner med er av forbigående karakter. Med nåværende ledighet er heller ikke faren stor for at den forsterker inflasjonen. Tvert i mot vil skatteopplegget gi en realinntektsbedring for de aller fleste og bør derfor gi grunnlag for svært lave tillegg i lønnsoppjøret. I dag kan det imidlertid ikke sies at de problemene som preger norsk økonomi, i hovedsaken er konjunkturbestemte. Ut fra dette vil dagens politikk på sikt motvirke de mål den forsøker å nå, nemlig bedre balanse i økonomien utenom petroleumsvirksomheten, og mindre arbeidsledighet.

Denne oppgaven kan ikke løses bare med finanspolitiske virkemidler. OECD har flere ganger vurdert bakgrunnen for den vedvarende høye ledigheten i mange vestlige land og pekt på ulike årsaker. Det er vist til demografiske forhold og at den teknologiske utviklingen krever hyppigere endringer i bransjestruktur, som arbeidsmarkedet har hatt vanskelig for å tilpasse seg. Når de som støtes ut blir gående som arbeidsledige, mister de etter hvert kvalifikasjoner som er nødvendige for å komme tilbake til arbeidsmarkedet. Relativt gunstige trygdeordninger gjør det mulig å være arbeidsledig heller enn å ta dårlig betalt arbeid. Manglende lønnsfleksibilitet fører til at bedrifter med svak inntjening må innskrenke, og vanskeliggjør nyetableringer.

Norges Bank ser positivt på de tiltak som regjeringen foreslår for å bedre funksjonsmåten til arbeidsmarkedet, herunder effektivisering av det vanlige utdannings-systemet og etterutdanning, og at det legges opp til en nærmere konkretisering av betingelsene for trygdemottak. Siden den arbeidsledighet som Norge nå står overfor sannsynligvis er av samme karakter som i mange andre land, kan den likevel i bare begrenset grad løses med tradisjonell arbeidsmarkedspolitik. Arbeidsmarkedets funksjonsmåte er ikke bare det offentliges ansvar. I første rekke er det arbeidslivets organisasjoner — arbeidsgivere og arbeidstakere — som må fastlegge slike lønns- og

arbeidsvilkår at det gir næringslivet den nødvendige tilpasningsevne.

I det finanspolitiske opplegget for 1992 legger Regjeringen vekt på å styrke offentlige investeringer og samtidig redusere veksten i offentlig konsum og overføringer. Norges Bank ser positivt på dette. Investeringer er lettere å trappe ned enn lopende tjenesteyting og kan ofte utnytte ledige ressurser i privat sektor. En del offentlige investeringer kan dessuten ha god effekt på landets generelle infrastruktur og bidra positivt til lønnsomheten i næringslivet. En forutsetning er imidlertid at man gjennomfører de prosjekter som faktisk har høy samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Gitt at dette vilkåret oppfylles og at samlet utgiftsnivå holdes innen en rimelig ramme, synes det fornuftig å iverksette slike investeringer på et tidspunkt med lav aktivitet ellers.

Budsjettet er preget av gjennomføringen av den omfattende reformen i person- og bedriftsbeskatningen. Det er viktig at denne kommer på plass etter de hovedretningslinjer som allerede er vedtatt. Norges Bank vil ellers fremheve at en del av omdisponeringene i budsjettet kan bidra til å styrke omstillinger i norsk økonomi. Dette gjelder for eksempel de reduksjoner som foreslås i næringsstøtten. Men det må også påpekes at andelen av den samlede verdiskapningen som disponeres gjennom offentlige budsjetter, i Norge er høyere enn i de fleste andre land. Statsbudsjettet for 1992 bidrar ikke til å snu denne utviklingen, men forsterker den.

I det økonomiske opplegget foreslås det at statsbankenes utlånsrammer økes med om lag 10 prosent. Slike utlån gis på gunstige vilkår enn i markedet ellers. Dette bidrar også til å senke kravet til avkastningen av investeringene, slik at vi får mindre igjen for det vi sparer innenlands. I lengden kan ikke dette fremme omstilling og varig sysselsetting like godt som lån som blir gitt til markedsmessige vilkår etter grundig risikovurdering. Rimelige boliglån gjennom Statens Husbank kan skape ytterligere ubalanse

i et svakt boligmarked. I noen grad kan imidlertid situasjonen i de private bankene fremføres som et argument for statsbankutlåning til markedsvilkår.

Med det foreslåtte opplegget blir det fjerde år på rad at det legges opp til et ekspansivt budsjett. Dette har særlig sin bakgrunn i ønsket om å stimulere sysselsettingen. Hvis imidlertid ledigheten for en vesentlig del skyldes en struktur i næringslivet som er dårlig tilpasset en markedsmessig etterspørsel, kan ikke problemet løses ved en vedvarende etterspørselsøkning. Siden 1989 er et overskudd i statsbudsjettet på nesten 5 milliarder kroner snudd til et underskudd på over 25 milliarder kroner uten at ledigheten har gått ned. Fremskrivninger i Nasjonalbudsjettet tyder på en fortsettelse av denne utviklingen.

På lengre sikt vil et vedvarende underskudd føre til økt rentebelastning som binder opp utgiftssiden på budsjettet. Økning i utlån fra statsbankene binder også opp fremtidige utgiftsposter til rentesubsidiering. Dette svekker finanspolitikken som instrument i den økonomiske styringen. Samtidig vil økt internasjonal integrasjon, særlig mot Europa, legge bindinger på budsjettets inntektsside. For store avvik i forhold til andre land i utforming av skattesystemet og i skatte- og avgiftsnivået vil medføre skadevirkninger. Dette begrenser ytterligere grunnlaget for å øke utgiftssiden på statsbudsjettet.

Problemet med å videreføre dagens budsjettpolitikk understrekes av at budsjettet er blitt stadig mer avhengig av oljeinntekter. Selv om nye beregninger skulle vise at oljereservene er større enn tidligere regnet med, gir dette liten grunn til å endre målet om å gjøre norsk økonomi og finansieringen av offentlige utgifter mindre oljeavhengig. Større reserver kan riktignok utsette nedtrappingen av denne aktiviteten, men får ingen virkning for usikkerheten omkring de årlige oljeinntektene. Oljeprisene kan raskt endres, og vi har ingen sikkerhet for at langtidstrenden er stigende. Etableringen av

Statens oljefond tok sikte på å fremme en langsiktig disponering av oljeinntektene. Slik utsiktene i dag kan bedømmes, vil imidlertid oljeinntektene fortsatt bare komme til å strømme gjennom fondet.

3 Gjennomføringen av pengepolitikken

Kronekursen har nå i ett år vært knyttet til den europeiske valutaenheten ecu. Allerede før dette hadde vi siden devalueringen i 1986 lagt til grunn at vi ville føre en fastkurspolitikk. Ecu-tilknytningen innebar en ytterligere bekreftelse av denne linjen ved at vi knyttet oss til en gruppe land som har prisstabilitet som en langsiktig målsetting. I det året som har gått, har likevel disse valutaene vist et kursfall sammenliknet med andre valutaer som er viktige for norsk økonomi. Dette har i noen grad bedret konkurransesituasjonen for mange norske eksportører og produsenter som konkurrerer med utenlandske importvarer, men erfaringen viser at en slik kursutvikling lett kan slå om. Ved en vurdering av utviklingen i konkurranseevnen på noe lengre sikt, kan en derfor se bort fra denne effekten.

En stabil krone krever, som det sies i Nasjonalbudsjettet, at «pengepolitikken må bidra til fortsatt tillit til kronekursen, slik at renten blir lavest mulig». For å nå dette målet må pengepolitikken utformes på en slik måte at vi kan holde valutakursen stabil uten noe større behov for intervensjoner.

Budsjettunderskuddet vil i denne sammenheng øke belastningen på pengepolitikken. Finansiering av underskuddet ved låneopptak trekker i retning av et høyere rentenivå enn hva det ellers kunne vært. Dette kommer i tillegg til den risikopremie på norske kroner som knytter seg til økonomiens sårbarhet overfor svingninger i oljepri-sene. Om underskuddet på den annen side finansieres ved trekk på statens innskudd i Norges Bank med virkning for valutabeholdningen, vil tilliten til vår evne til å holde en fast kronekurs, i alle fall i et lengre tidsperspektiv, kunne svekkes. Dette vil

måtte motvirkes gjennom en høyere rente enn vi ellers ville hatt. Den samme virkning ville det ha om vi forsøkte å møte et press på rentenivået med økt kronetilførsel til bankene og intervensjoner. Over tid ville et lavere rentenivå bare kunne holdes ved kontinuerlig kronetilførsel, og da ville vi nokså snart nå et punkt hvor svekket tillit kunne føre til en nokså sterk rentestigning.

Om de budsjettunderskudd en kan imøtete de nærmeste år skulle finansieres ved trekk på kontantbeholdningen, ville dette også medføre at kontantbeholdningen etter hvert ble for liten til å dekke sesongmessige svingninger i statens inntekter og utgifter. Norges Bank vil derfor understreke behovet for at underskuddet for en vesentlig del finansieres ved utleggelse av nye statslån. Dette vil også ha den virkning at vi får et større marked for norske statspapirer. Med større finansiell integrasjon vokser betydningen av et velutviklet norsk kapitalmarked for å ivareta hensynet til pengepolitikken og valutakursstyringen. Det er i denne sammenheng også viktig at det legges opp til en planmessig utleggelse av statslån, blant annet slik at en kan få en løpetidsstruktur som kan legge grunnlag for et bedre fungerende obligasjonsmarked.

4 Situasjonen i finansnæringen

Tapene i norske finansinstitusjoner er fortsatt høye, og regnskapene i mange banker viser underskudd. Dette gjør det vanskelig for banknæringen å bygge opp den egenkapital som er nødvendig for å møte de kravene som er stilt opp for utgangen av 1992. Gjennom de tiltak som finansministeren la fram for Stortinget i forrige uke, ble Regjeringens vilje til å støtte opp om det norske finansvesenet tydelig demonstrert. Norges Bank vil gi sin generelle tilslutning til de tiltak som ble lagt fram der, og tar sikte på at bankene skal få tilført innskudd til lavere rente gjennom ordninger med grunninnskudd fra midten av november. Omfanget av grunninnskuddene vil måtte bygges opp

gradvis og tilpasses likviditetspolitikken forøvrig.

I denne sammenhengen vil Norges Bank understreke at troverdigheten av tiltakene avhenger av at staten opprettholder en forsvarlig finansiell stilling.

Etter at valutareguleringen i all hovedsak ble opphevet i fjor, har norske aktører i over ett år hatt fri adgang til å investere og låne i utlandet. Det er i første rekke større og etablerte aktører som lett kan låne på de internasjonale markeder. Husholdninger og særlig mindre og nystartede bedrifter er mer avhengige av det innenlandske kredittmarkedet. Det er en viktig forutsetning for strukturomleggingen at små og nystartede bedrifter møter stabile vilkår i finansmarkedet. Dette understreker behovet for å styrke finansnæringen slik at en oppgang ikke begrenses av liten kapasitet i banker og andre finansinstitusjoner.

Statsbudsjettet inneholder forslag om opprettelse av en ny statsbank, Statens postbank, som vil bygge på dagens Postsparebank. På den ene siden kan det påpekes at denne banken kan bli et nyttig supplement til de private bankene og kan bidra til å opprettholde konkurransen på viktige deler av finansmarkedet. På den andre siden er det også slik at dersom banken får beholde hele sin egenkapital, vil den få en meget høy kapitaldekning. I utgangspunktet vil den derfor få et klart konkurransemessig fortrinn overfor de private bankene, spesielt i den situasjon disse nå er i, noe som vil vanskeliggjøre de private bankenes oppbygging av egenkapital. På denne bakgrunn, og på bakgrunn av erfaringene fra

de private bankene, er det behov for å trekke opp retningslinjer for Postbankenes virksomhet, blant annet for å unngå en for sterk utlånsøkning i den første tiden etter omorganiseringen. Norges Bank vil også understreke at staten må kreve normal avkastning på sine midler i banken, slik at vridningen i konkurransen mellom Postbanken og de øvrige private banker blir minst mulig.

5 Mindretallets uttalelse

Hovedstyrets medlem Juul Bjerke kan ikke slutte seg til viktige punkter i brevet og finner det ikke naturlig i den nåværende situasjon å gi sin tilslutning til de forbehold som tas i relasjon til en etterspørselsstimulerende politikk. Dette medlem vil understreke at en klart ekspansiv finanspolitikk nå er rimelig av hensyn til den høye arbeidsledigheten. Problemer som måtte oppstå under nye forutsetninger og i andre situasjoner, får en ta opp når og hvis de måtte foreligge.

Når det spesielt gjelder statsbankenes sterke økning i utlånsrammene, må disse ses på bakgrunn av behovet for å stimulere investeringene i den nåværende konjunktursituasjonen og problemene i banksektoren. De samme hensyn bør også legges til grunn ved vurderingen av Postbankens utlånsøkning.

Med hilsen
Hermod Skånland

Rolf Danielsen

Oversikt over virkemiddelbruk overfor finansinstitusjonene

Oppstillingen på de følgende sider har til formål å gi en kortfattet oversikt over virkemiddelbruken overfor de ulike typer finansinstitusjoner i den nærmeste foregående perioden. All praktisk anvendelse av bestemmelsene bør skje på grunnlag av rundskrivene fra Norges Bank. Listen er ajourført pr. 25. november 1991.

BANKENES LÅNEADGANG I NORGES BANK

D-lån (Se rundskriv nr. 7/16. juli 1991, 8/1. august 1991 og 13/7. november 1991)

Periode	Låneramme, prosent av beregningsgrunnlaget	Gjennomsnittlig lån (mrd.kroner)	Periode	Rente	
				Nominell	Effektiv
1991			1991		
Januar	01. – 15. 700 ¹⁾ 16. – 31. 700	8,8 10,2	01.01. – 17.03.: 18.03. – 10.04.:	10,5% 10,2%	11,0% 10,7%
Februar	01. – 15. 700 16. – 28. 700	8,1 12,9	11.04. – 28.04.:	10,0%	10,5%
Mars	01. – 15. 700 16. – 31. 700	8,4 9,1	29.04. – 27.05.:	9,75%	10,2%
April	01. – 15. 700 16. – 30. 700	8,3 9,9	28.05. – 18.09.:	9,50%	9,9%
Mai	01. – 15. 700 16. – 31. 700	10,2 10,2	f.o.m. 19.09.:	10,0%	10,5%
Juni	01. – 15. 700 16. – 30. 700	9,3 10,5			
Juli	01. – 15. 700 ²⁾ 16. – 31. 700	9,5 9,6			
August	01. – 15. 700 ³⁾ 16. – 31. 700	7,0 9,2			
September	01. – 15. 700 16. – 30. 700	9,1 9,3			
Oktober	01. – 15. 800 16. – 31. 800	10,4 9,5			
November	01. – 15. 700 16. – 30. 800 ⁴⁾	8,5			

¹ Endret låneordning og beregningsgrunnlag, se rundskriv nr. 17/7. desember 1990

² Se rundskriv nr. 5/21. juni 1991

³ Endringer i bankenes låneadgang se rundskriv nr. 7/16. juli 1991 og rundskriv nr. 8/1. august 1991

⁴ Endring i forskriftene om bankenes låneadgang. Se rundskriv nr. 13/7. november 1991

F-lån (Se rundskriv nr. 7/16. juli 1991, 8/1. august 1991 og 13/7. november 1991)

Lopetid (dager)	Beløp (mrd.kroner)		Veid gjennomsnittrente, prosent p.a.	
	Tegnet	Tildelt	Nominell	Effektiv
1991				
04.01.91 – 01.07.91 (178 dgr)	12,0	2,0	11,78	12,14
17.01.91 – 15.02.91 (29 dgr)	13,3	5,0	11,30	11,91
01.02.91 – 02.05.91 (90 dgr)	14,5	4,0	11,50	12,01
18.02.91 – 15.08.91 (178 dgr)	18,8	6,0	11,02	11,33
01.03.91 – 02.09.91 (185 dgr)	15,2	4,0	11,18	11,49
18.03.91 – 14.06.91 (88 dgr)	13,0	6,0	10,85	11,31
21.05.91 – 16.08.91 (87 dgr)	7,5	6,0	10,27	10,68
21.05.91 – 18.11.91 (181 dgr)	8,2	6,0	10,31	10,58
14.06.91 – 13.09.91 (91 dgr)	14,6	6,0	10,23	10,63
01.07.91 – 01.07.92 (366 dgr)	12,4	4,0	10,51	10,51
16.07.91 – 15.10.91 (91 dgr)	8,5	4,0	10,43	10,85
16.08.91 – 17.02.92 (185 dgr)	14,7	4,0	10,46	10,73
17.09.91 – 17.10.91 (30 dgr)	5,6	5,6	10,31	10,81
17.09.91 – 17.03.92 (182 dgr)	15,3	6,0	10,68	10,96
01.10.91 – 01.10.92 (366 dgr)	8,8	4,0	10,81	10,81
18.11.91 – 02.12.91 (14 dgr)	23,2	9,0	10,00	10,50

KREDITTLOVENS VIRKEMIDLER

Banker

Kredittlovens bestemmelser om primær- og tilleggsreservekrav for forretnings- og sparebanker har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 12/9. juni 1987 og nr. 20/12. oktober 1987.

Finansieringsselskaper

Kredittlovens bestemmelser om primærreservekrav for finansieringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 20/12. oktober 1987. Bestemmelse om utlansregulering for disse selskapene har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Livsforsikringsselskaper

Kredittlovens bestemmelser om primærreservekrav for livsforsikringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1987, jf. rundskriv nr. 12/9. juni 1987.

Skadeforsikringsselskaper

Kredittlovens bestemmelser om utlansregulering av skadeforsikringsselskaper har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Alle finansinstitusjoner

Garantireguleringen som omfattet alle finansinstitusjoner, har ikke vært anvendt etter 1988, jf. rundskriv nr. 13/28. juni 1988.

Emisjonsregulering

- 28.2.89 (Se rundskriv nr. 4/3. mars 1989)
Nye emisjonsforskrifter, hvor blant annet den særlige emisjonsreguleringen av kommunale og fylkeskommunale låneopptak over obligasjonsmarkedet oppheves.
- 7.4.89 (Se rundskriv nr. 6/12. april 1989)
Sparebanker, forretningsbanker og finansieringsselskaper får adgang til å legge ut obligasjoner med løpetid inntil 36 måneder, mot tidligere inntil 24 måneder.
- 7.12.89 (Se rundskriv nr. 15/7. desember 1989)
Utlendinger gis adgang til å legge ut obligasjonslån i norske kroner i Norge. Slik utleggelse skal lisensieres fra Norges Bank, men det legges til grunn en liberal praksis.
- 1.7.90 (Se rundskriv nr. 8/6. juli 1990)
Sparebanker, forretningsbanker og finansieringsselskaper gis adgang til å legge ut obligasjoner uten den særskilte begrensningen i løpetid på 36 måneder. Utlendinger gis adgang til å kjøpe innenlandske sertifikater og legge ut sertifikatlån i Norge.
- 1.11.1990 (Se Rundskriv nr. 15/1. nov. 1990)
Kravet om samtykke fra Finansdepartementet for opptak av obligasjonslån til finansiering av skip og oljerelatert virksomhet er opphevet. Kravet om samtykke for konvertible obligasjonslån utstedt av banker og finansieringsselskaper er opphevet.

Tabeller

1. Norges Bank. Balanse
2. Postgiro. Balanse
3. Postsparebanken. Balanse
4. Statsbanker. Balanse
5. Forretnings- og sparebanker. Balanse
6. Forretnings- og sparebanker. Utlån og innskudd fordelt på publikumssektorer
7. Private kredittforetak. Balanse
8. Private finansieringsselskaper. Balanse
9. Livsforsikringsselskaper. Balanseutdrag
10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond. Balanseutdrag
11. Skadeforsikringsselskaper. Balanseutdrag
12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi
13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
14. Kjøp og salg av aksjer registrert i VPS fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer. Pålydende og markedsverdi
16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi
17. Kjøp og salg av obligasjoner registrert i VPS fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektorer. Markedsverdi
18. Beholdning av sertifikater fordelt på eiersektorer. Bokført og pålydende verdi.
19. Beholdning av sertifikater fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi.
20. Markedslån. Beholdningstall
21. Kredittindikator og pengemengde
22. Innenlandsk kreditttilførsel til publikum etter kilde
- 23a. Endringer i pengemengden etter kilde. Mill. kr.
- 23b. Endringer i pengemengden etter kilde. Prosent
- 23c. Sammensetningen av pengemengden
24. Indikator for husholdningenes finansinvesteringer etter utvalgte finansobjekter.
25. Pengemarkedets likviditet
26. Kortsiktige nominelle rentesatser
27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet og rentedifferanse overfor utlandet

- | | |
|---|--|
| <p>28. Effektiv rente på statspapirer</p> <p>29. Effektive lange renter på statsobligasjoner i sentrale valutaer og rentedifferanse overfor ecu.</p> <p>30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner ved utgangen av kvartalet</p> <p>31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner ved utgangen av kvartalet</p> <p>32. Forretnings- og sparebanker. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent p.a. av midlere trukne utlån til norske låntakere</p> <p>33. Forretnings- og sparebanker. Renteutgifter i prosent p.a. av midlere innskudd fra norske innskytere</p> <p>34. Livsforsikringsselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform</p> <p>35. Kredittforetak. Gjennomsnittlige veide rentesatser, inklusive provisjoner på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet</p> <p>36. Resultat og egenkapitaldekning for forretningsbanker</p> | <p>37. Resultat og egenkapitaldekning for de største sparebanker</p> <p>38. Resultat for sparebanker</p> <p>39. Resultat for finansieringsselskap</p> <p>40. Resultat for kredittforetak</p> <p>41. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av midtkurser notert på Oslo Børs</p> <p>42. Utenriksregnskap for Norge</p> <p>43. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet</p> <p>44. Valutabanker. Utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner</p> <p>45. Valutabanker. Totalposisjon i valuta</p> |
|---|--|

Standard tegn:

- . Tall kan ikke forekomme
- .. Oppgave mangler
- ... Oppgave mangler foreløpig
- Null
- 0 } Mindre enn en halv av den
- 0,0 } brukte enhet

Merk:

Hvis annen definisjon ikke er gitt, omfatter publikum «foretak, kommuner og privatpersoner», dvs. sektorene 510–890 i Kredittmarkedsstatistikken.

Tabell 1. Norges Bank. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	30/9 1991
Internasjonale reserver	88 893	92 326	94 837	91 278	89 646
Motverdi av IMF's kronebeholdning	2 441	2 447	2 476	2 718	2 752
Andre fordringer på utlandet	25	25	25	25	25
Innskudd i norske banker	1 935	2 016	2 129	1 640	1 684
Norske statskassaveksler og omsettelige sertifikater	5 847	11 976	17 893	12 577	11 774
Norske ihendehaverobligasjoner	10 717	11 428	10 851	8 485	6 262
Utlån til forretnings- og sparebanker	58 699	56 446	54 902	61 332	50 993
Utlån til private finansieringsselskaper	45	0	0	454	2 165
Statsgaranterte fiskelån	135	113	123	104	117
Andre utlån til publikum	718	65	73	78	647
Andre innenlandske fordringer etc.	3 277	2 898	2 950	3 116	2 555
Diverse reguleringer	1 604	0	0	0	0
Utgifter	8 105	0	2 524	5 214	7 436
Fordringer i alt	182 441	179 740	188 783	187 021	176 056
Gjeld til utlandet	2 555	2 668	2 807	2 881	2 970
Motverdi av SDR i IMF	1 419	1 410	1 490	1 545	1 493
Sedler og mynt i omlop	31 084	32 682	30 255	30 335	32 376
Innskudd fra offentlig forvaltning	90 475	109 008	108 857	98 904	81 381
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	27	44	74	71	932
Innskudd fra andre finansinstitusjoner	390	367	776	1 022	1 233
Innskudd fra Postverket (inkl. Postgiro)	1 208	393	1 145	234	30
Innskudd fra andre innenlandske sektorer	530	631	855	631	437
Skattefrie fondsavsetninger	622	583	476	381	331
Annen innenlands gjeld	7 625	551	3 100	5 948	7 135
Fonds etc.	33 901	31 403	31 403	31 403	31 403
Diverse reguleringer	0	0	0	0	0
Innenlandske inntekter	7 782	0	1 877	3 374	6 020
Utenlandske inntekter	4 823	0	5 668	10 292	10 315
Gjeld og egenkapital i alt	182 441	179 740	188 783	187 021	176 056

Kilde: Norges Bank.

Tabell 2. Postgiro. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	30/9 1991
Bankinnskudd	362	176	225	702	808
Stats- og statsbankobligasjoner	434	403	400	386	385
Andre obligasjoner	97	113	98	88	88
Utlån til statsforvaltningen	46 550	34 550	51 300	39 250	46 350
Andre aktiva	1	150	2 658	1 857	1 767
Aktiva i alt	47 444	35 397	54 681	42 283	49 398
Innskudd fra:					
Statsforvaltningen	37 647	24 920	43 491	30 023	37 831
Publikum	5 062	6 251	6 429	7 031	5 609
Andre sektorer	3 782	4 226	4 761	5 229	5 958
Annen gjeld	953	0	0	0	0
Passiva i alt	47 444	35 397	54 681	42 283	49 398

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 3. Postsparebanken. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	31/7 1991
Kassebeholdning og bankinnskudd	537	454	96	108	78
Statssertifikater	17 281	17 600	20 965	20 723	21 398
Andre sertifikater	0	0	0	0	0
Statsobligasjoner	5 456	5 407	6 015	5 785	4 949
Andre obligasjoner	34	30	28	24	24
Utlån til statsforvaltningen	2 032	1 902	2 323	3 023	2 873
Utlån til publikum	9 788	10 196	10 823	11 673	11 954
Andre aktiva	2 423	1 590	1 767	1 886	2 006
Aktiva i alt	37 551	37 179	42 017	43 222	43 282
Innskudd fra:					
Publikum	33 419	35 154	38 285	39 451	39 211
Andre sektorer	0	0	0	0	0
Annen gjeld	4 132	2 025	3 732	3 771	4 071
Passiva i alt	37 551	37 179	42 017	43 222	43 282

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Tabell 4. Statsbanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	31/7 1991
Kassebeholdning og bankinnskudd	1 978	1 993	2 284	3 706	3 172
Utlån i alt	163 944	164 737	168 612	170 985	170 905
Herav:					
Til publikum	161 707	163 048	166 973	168 561	169 496
Andre fordringer på statskassen	3 541	3 541	3 541	3 541	3 541
Andre aktiva	8 689	8 148	9 526	8 437	8 504
Aktiva i alt	178 152	178 419	183 963	186 669	186 122
Ihendehaverobligasjonslån	24 932	25 029	25 123	24 769	24 324
Herav:					
I norske kroner	18 344	18 722	18 985	18 818	18 486
I utenlandsk valuta	6 588	6 307	6 138	5 951	5 838
Andre lån	138 463	142 589	143 698	148 402	147 699
Herav:					
Statskassen	136 485	140 612	141 755	146 492	145 905
Aksjekapital, fond m.v.	8 318	7 868	8 051	8 038	8 031
Andre passiva	6 439	2 933	7 091	5 460	6 068
Passiva i alt	178 152	178 419	183 963	186 669	186 122

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 5. Forretnings- og sparebanker. Balanse (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	31/8 1991
Eiendeler					
Primærlikvider	3 330	5 870	3 465	3 604	3 509
Statssertifikater	5 413	5 911	5 405	2 970	3 718
Andre sertifikater	5 730	4 970	5 170	5 329	4 617
Stats- og statsbankobligasjoner	30 895	30 966	32 735	33 250	32 681
Private og kommunale obligasjoner	26 036	22 657	21 187	20 312	20 381
Innskudd i forretnings- og sparebanker	15 637	7 673	11 625	11 415	10 886
Innskudd i utenlandske banker	21 433	13 263	13 760	18 977	16 458
Lån til utlandet	25 668	26 093	28 474	28 703	27 606
Utlån til publikum	446 072	445 498	449 665	447 350	436 613
Herav:					
I norske kroner	380 562	384 853	382 214	378 808	372 601
I utenlandsk valuta	65 510	60 645	67 450	68 542	64 012
Utlån til private finansinstitusjoner	12 119	12 067	12 615	11 680	10 353
Øvrige eiendeler	57 976	43 367	51 826	53 215	56 672
Forvaltningskapital	650 282	618 335	635 927	636 805	623 494
Gjeld og egenkapital					
Innskudd fra publikum	332 432	338 313	339 247	337 244	335 907
Innlån i form av banksertifikater	5 194	13 681	14 248	9 492	6 436
Innskudd fra forretnings- og sparebanker	15 686	7 960	12 181	12 560	10 103
Innskudd fra andre private finansinstitusjoner	15 185	17 375	19 462	17 062	17 083
Innskudd fra statsbanker og andre statlige sektorer	6 859	7 751	8 477	7 388	7 565
Lån og innskudd fra Norges Bank	59 854	57 555	55 995	60 406	56 519
Lån og innskudd fra utlandet	143 932	125 565	131 955	126 091	119 107
Skatteinnbetalinger	33	95	99	41	22
Annen gjeld	37 888	24 827	29 254	40 176	46 649
Aksjekapital	9 977	9 341	8 748	9 828	11 223
Avsetninger, fond etc.	23 242	15 872	16 261	16 517	12 880
Spesifikasjoner:					
Fordringer overfor utlandet	58 046	48 068	49 104	55 912	51 612
Gjeld overfor utlandet	149 866	130 855	137 639	131 564	124 462

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 6. Forretnings- og sparebanker. Utlån¹⁾ og innskudd fordelt på publikumssektorer (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	31/8 1991
Utlån til:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	13 148	12 750	11 884	11 153	12 008
Foretak ²⁾	105 659	100 726	106 408	107 283	103 483
Husholdninger ³⁾	261 755	271 377	263 922	260 372	257 110
Utlån til publikum i alt	380 562	384 853	382 214	378 808	372 601
Innskudd fra:					
Kommuneforv., inkl. kommuneforetak	17 790	18 913	19 028	22 496	20 697
Foretak ²⁾	92 546	90 513	92 668	87 036	89 689
Husholdninger ³⁾	222 096	228 887	227 551	227 712	225 522
Innskudd fra publikum i alt	332 432	338 313	339 247	337 244	335 908

¹⁾ Utlån ialt i norske kroner.

²⁾ Inkl. sektorene private ikke-personlige foretak og statsforetak.

³⁾ Inkl. sektorene personlige foretak, personlig næringsdrivende og lønnstagere m.v.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 7. Private kredittforetak. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Sertifikater	9 234	11 066	7 087	12 672	10 985
Innskudd i norske banker	5 398	3 415	2 898	6 294	4 630
Ihendehaverobligasjoner	11 838	11 136	10 693	10 846	9 470
Utlån til:					
Finansinstitusjoner	387	828	412	677	918
Publikum	143 425	143 704	144 662	139 339	136 096
Andre	9 765	9 715	9 889	9 790	10 088
Andre aktiva	7 006	7 700	6 649	8 101	8 491
Sum eiendeler	187 053	187 564	182 290	187 719	180 678
Kortsiktig gjeld	22 124	24 691	20 698	30 118	25 514
Langsiktig gjeld	155 921	153 438	152 610	148 524	145 266
Herav:					
Ihendehaverobligasjonslån i norske kroner ¹⁾	119 840	116 334	113 878	109 392	103 067
Egenkapital	5 467	5 467	5 622	4 907	5 541
Andre passiva	3 541	3 968	3 360	4 170	4 357
Sum gjeld og egenkapital	187 053	187 564	182 290	187 719	180 678

¹⁾ Egne oppkjøpte ihendehaverobligasjoner er trukket fra.
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 8. Private finansieringsselskaper. Balanse (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Bankinnskudd	1 097	558	1 451	764	955
Statskasseveksler og sertifikater	50	25	35	21	16
Ihendehaverobligasjoner	174	133	116	122	29
Utlån ¹⁾ (brutto)	27 069	26 449	23 762	23 103	22 831
Herav:					
Utlån til publikum (netto)	21 542	21 310	20 900	20 416	20 432
Utlån til andre sektorer (netto)	2 526	2 320	1 153	1 184	939
Andre aktiva	5 825	5 311	3 446	4 143	3 660
Aktiva i alt	34 215	32 476	28 810	28 153	27 491
Finanssertifikater	500	800	222	525	636
Lån fra andre enn banker	10 764	10 322	9 811	8 342	7 835
Lån fra banker	12 866	11 544	10 546	11 002	10 943
Kapital, fond m.v.	6 272	6 534	5 252	4 955	4 791
Andre passiva	3 813	3 276	2 979	3 329	3 286
Passiva i alt	34 215	32 476	28 810	28 153	27 491

¹⁾ Inkl. ansvarlig lånekapital og leiefinansiering.
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 9. Livsforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 402	2 954	5 756	5 263	4 809
Stats- og statsbanksertifikater	0	0	0	0	100
Andre sertifikater	1 404	1 123	2 073	4 624	5 335
Stats- og statsbankobligasjoner	5 350	4 863	5 158	6 515	7 500
Andre norske obligasjoner	55 732	55 468	54 044	51 011	49 563
Utlån til publikum	54 746	55 611	56 830	61 470	62 402
Utlån til andre sektorer	8 332	8 325	8 118	7 606	3 659
Andre spesifiserte aktiva	23 244	26 605	33 069	32 277	38 149
Aktiva i alt	152 210	154 949	165 048	168 766	171 517

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 10. Private og kommunale pensjonskasser og -fond.¹⁾ Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Kassebeholdning og bankinnskudd	3 088	2 806	2 155	2 272	2 718
Norske ihendehaverobligasjoner	12 147	12 759	13 578	13 645	14 267
Utlån	8 925	8 951	8 943	8 818	8 903
Andre spesifiserte aktiva	4 771	4 919	5 612	6 238	6 240
Aktiva i alt	28 931	29 435	30 288	30 973	32 128

¹⁾ Anslag basert på et utvalg av institusjoner som står for ca. 70% av total forvaltningskapital.
Kilde: Norges Bank.

Tabell 11. Skadeforsikringselskaper. Balanseutdrag (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Kassebeholdning og bankinnskudd	4 620	4 997	6 413	7 181	6 275
Stats- og statsbanksertifikater	3	0	10	—	304
Andre sertifikater	336	380	820	959	2 198
Stats- og statsbankobligasjoner	592	571	455	582	1 090
Andre norske obligasjoner	8 419	9 855	9 635	9 649	10 009
Utlån til publikum	5 723	4 946	4 402	4 518	4 517
Utlån til andre sektorer	1 898	1 330	2 061	1 786	1 127
Andre spesifiserte aktiva	9 252	9 481	22 923	25 449	24 879
Aktiva i alt	30 843	31 560	46 719	50 124	50 399

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

Tabell 12. Beholdning av aksjer registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

	Markedsverdi				Pålydende
	31/12 1989	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	31/3 1991
Stats- og trygdeforvaltningen	19 614	25 687	19 486	20 583	2 428
Norges Bank	0	0	0	0	0
Postgiro og Postsparebanken	0	0	0	0	0
Statsbanker	27	15	10	9	12
Forretnings- og sparebanker inkl. sikringsfond	2 233	2 290	2 260	1 765	705
Private kredittforetak	656	527	684	620	294
Private finansieringsselskaper	57	7	13	12	11
Forsikringselskaper m.v.	16 241	19 746	18 289	20 148	4 151
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	85	66	63	62	22
Statsforetak	3 457	5 052	4 184	4 722	558
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	58 014	61 188	52 798	54 758	12 949
Husholdninger	28 751	26 216	22 909	24 217	5 888
Utlandet	47 976	54 719	45 274	47 474	9 300
Ufordelt	123	0	645	0	0
I alt	177 234	195 513	166 615	174 370	36 318

¹⁾ Inkl. aksjefond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 13. Aksjekapitalen registrert i VPS fordelt på utstedersektorer.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	Pålydende verdi				
	31/12 1989	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991
Forretningsbanker	8 479	8 231	8 207	7 288	6 776
Private kredittforetak	731	752	752	752	752
Private finansieringsselskaper	98	98	118	118	118
Forsikringsselskaper m.v.	53	53	53	546	558
Statsforetak	4 529	4 529	4 679	4 679	4 679
Private ikke-personlige foretak	17 495	19 941	20 576	22 480	23 409
Utlandet	0	36	32	24	26
I alt	31 385	33 639	34 417	35 887	36 318

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 14. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av aksjer registrert i VPS.
Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. (Mill. kroner)

1. kvartal 1991	Utstedersektor						Totalt
	Forret- nings- banker	Kreditt- foretak og finansie- ringsselskap	Forsik- ringssel- skap	Stats- foretak	Private ikke-per- sonlige foretak	Utlandet	
Kjøper-/selgersektor:							
Stats- og trygdeforvaltningen	0	0	0	0	-3	0	-3
Private banker inkl. sikringsfond	18	-437	-6	5	-52	14	-457
Private kredittforetak	-19	0	-9	4	-7	0	-30
Private finansieringsselskap	1	0	-0	0	-1	0	-0
Forsikringsselskaper m.v.	-142	10	1	130	668	-2	665
Kommuneforv. inkl. kommuneforetak	-0	0	0	0	-1	0	-1
Statsforetak	-2	0	0	9	465	0	473
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	102	436	5	210	513	-14	1 252
Husholdninger	48	-0	-6	1	188	7	238
Utlandet	24	-9	60	-359	-559	-6	-849
I alt²⁾	30	0	45	0	1 213	-0	1 287

¹⁾ Inkl. aksjefond

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjonene i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 15. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på eiersektorer.
Pålydende og markedsverdi (Mill. kroner)

	Markedsverdi				Pålydende
	31/12 1989	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	31/3 1991
Stats- og trygdeforvaltningen	43 749	46 227	45 829	47 896	46 251
Norges Bank	14 948	10 608	11 423	10 879	10 389
Postgiro og Postsparebanken	6 008	5 868	5 804	6 421	6 173
Statsbanker	301	274	398	396	393
Forretnings- og sparebanker inkl. sikringsfond	69 594	60 561	59 281	58 342	57 795
Private kredittforetak	18 304	26 546	28 011	28 145	28 744
Private finansieringsselskaper	54	144	87	245	232
Forsikringsselskaper m.v.	79 223	84 944	85 799	84 106	83 421
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	1 707	1 802	2 460	2 664	2 679
Statsforetak	2 737	1 997	2 726	2 357	2 480
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	22 493	25 261	23 966	24 595	24 774
Husholdninger	9 621	9 538	9 203	8 907	9 020
Utlandet	16 095	17 345	21 523	23 585	23 842
Ufordelt	91	0	30	0	0
I alt	285 023	291 114	296 541	298 538	296 193

¹⁾ Inkl. aksje- og obligasjonsfond.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 16. Beholdning av obligasjoner registrert i VPS fordelt på utstedersektorer.
Pålydende verdi (Mill. kroner)

	Pålydende verdi				
	31/12 1989	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991
Stats- og trygdeforvaltningen	87 902	80 261	77 926	77 435	83 654
Statsbanker	15 090	17 908	18 366	18 756	18 965
Forretnings- og sparebanker	2 843	4 002	5 398	6 298	6 984
Private kredittforetak	126 784	136 595	135 582	135 145	132 136
Private finansieringsselskaper	183	183	183	143	143
Forsikringsselskaper mv.	1 669	1 669	1 669	1 669	1 679
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	31 338	33 220	34 312	34 921	35 374
Statsforetak	3 507	4 724	4 775	5 087	5 540
Private ikke-personlige foretak	7 867	8 655	9 026	9 921	10 027
Husholdninger	200	317	311	309	302
Utlandet	0	0	850	1 229	1 389
I alt	277 383	287 534	288 398	290 912	296 193

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 17. Nettokjøp og nettosalg(-) i 1. og 2. håndsmarkedet av obligasjoner registrert i VPS. Fordelt på kjøper-, selger- og utstedersektor. (Mill. kroner)

1. kvartal 1991	Utstedersektor								Totalt
	Sentral myndighetene	Private banker	Kredittforetak	Andre finansinstitusjoner	Kommuneforvaltning/-foretak	Andre foretak	Husholdninger	Utlendet	
Kjøper-/selgersektor:									
Stats- og trygdeforvaltningen	1700	0	289	5	192	-2	-1	0	2 183
Norges Bank	-543	0	-1	0	-0	-0	0	0	-544
Postgiro og Postsparebanken	609	0	-0	0	-1	-1	0	0	607
Statsbanker	-0	0	-0	0	0	0	0	0	-0
Private banker inkl. sikringsfond	1 185	441	-1 574	-5	-722	43	-12	-3	-648
Private kredittforetak	121	-1	650	64	-123	84	0	0	796
Private finansieringsselskap	30	0	-0	123	-0	-0	-0	0	153
Forsikringsselskaper m.v.	1 812	114	-3 810	-102	596	248	60	0	-1 081
Kommuneforv. inkl. kommuneforet	-2	-30	177	0	87	-0	0	0	232
Statsforetak	-2	-169	-178	-5	96	-12	0	0	-271
Private ikke-personlige foretak ¹⁾	1 328	357	-439	-75	1	120	-15	2	1 279
Husholdninger	86	34	-373	5	-22	94	-37	10	-203
Utlendet	-11	-62	2 161	0	165	-14	-0	151	2 390
I alt ²⁾	6 313	686	-3 098	10	269	560	-5	160	4 894

¹⁾ Inkl. aksje- og obligasjonsfond

²⁾ Sumlinjen gir nettoemisjonene i 1. håndsmarkedet. Kjøp og salg i 2. håndsmarkedet gir omfordeling mellom eiersektorene, men summeres opp til 0.

Kilde: Verdipapirsentralen og Norges Bank

Tabell 18. Beholdning av sertifikater lagt ut i Norge fordelt på eiersektorer. Bokført verdi. (Mill. kroner)

	30/6 1990	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991
Stats- og trygdeforvaltningen	485	1 534	3 156	2 527	3 611
Norges Bank	8 137	3 862	11 976	15 643	12 577
Postsparebanken	16 404	17 281	17 600	20 965	20 753
Statsbanker	15	82	74	127	110
Forretningsbanker	8 355	7 809	8 078	7 341	5 618
Sparebanker	2 920	3 335	2 803	3 236	2 697
Private finansieringsselskaper	50	25	35	21	16
Livsforsikringsselskaper	1 404	1 123	1 419	1 600	1 276
Skadeforsikringsselskaper	339	380	546	577	880
Andre sektorer ¹⁾	13 938	13 958	14 752	16 427	15 376
I alt, pålydende verdi	52 047	49 389	60 439	68 464	62 914

¹⁾ Posten er residualbestemt og inneholder også eventuelle forskjeller mellom bokført og pålydende verdi.

Kilde: Norges Bank

Tabell 19. Beholdning av sertifikater fordelt på utstedersektorer. Pålydende verdi (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	30/9 1991
Statssertifikater	28 089	28 231	34 081	32 341	34 294
Banksertifikater	1 874	11 488	11 815	8 533	9 764
Kreditsertifikater	8 501	8 064	10 964	9 763	8 888
Finanssertifikater	850	222	525	950	950
Lånesertifikater	10 075	12 434	11 079	11 327	10 246
Herav:					
Statsbanker	0	0	0	840	1 350
Forsikringsselskaper	..	..	..	..	800
Kommuneforvaltning inkl. kommuneforetak	3 181	3 735	3 766	2 982	2 356
Statsforetak	1 400	1 625	875	750	635
Andre foretak	5 494	7 074	6 438	6 295	5 105
Sum utestående sertifikatgjeld	49 389	60 439	68 464	62 914	64 142

Kilde: Norges Bank

Tabell 20. Markedslån. Beholdningstall (Milliarder kroner)

	30/9 1990	30/12 1990	31/3 1991	30/6 1991 ¹⁾	30/9 1990
Garantert av:					
Private finansieringsselskaper	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skade-/kredittforsikrings selskaper	7,8	7,5	6,4	5,9	5,1
Forretningsbanker	1,7	1,6	1,2	1,2	1,1
Sparebanker	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8
Lån med garanti	10,6	10,3	8,7	8,1	7,1
Lån uten garanti formidlet av:					
Megler	4,2	4,4	4,4	4,3	4,6
Bank	1,4	1,7	1,7	1,4	1,3
Markedslån i alt	16,2	16,4	14,8	13,8	13,0

¹⁾ Foreløpige tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 21. Kredittindikator og pengemengde

	Beholdningstall Milliarder kroner			Vekst siste 12 måneder Prosent			3-måneders vekst, årlig rate Prosent	
	K1	K3	M2	K1	K3	M2	K1	M2
1990								
September	842,7	1 116,5	453,4	4,2	6,0	6,1	3,0	6,7
Oktober	843,7	1 111,5	451,8	3,7	5,3	5,2	2,6	6,1
November	843,2	1 110,8	453,7	3,4	4,7	5,2	2,3	3,7
Desember	844,1	1 119,0	457,4	3,3	4,1	5,8	1,4	3,2
1991								
Januar	849,6	1 121,9	461,9	3,2	3,7	7,1	1,7	4,6
Februar	846,3	1 113,9	465,6	2,3	3,0	6,7	1,7	7,8
Mars	847,2	1 129,1	465,4	1,7	2,3	5,7	1,9	9,1
April	847,4	1 135,9	464,5	1,8	1,8	5,7	0,6	6,7
Mai	844,9	1 134,0	464,9	1,1	1,0	4,9	-0,1	2,9
Juni	842,9	1 146,2	463,7	0,9	0,9	3,6	-1,3	0,1
Juli	844,4	1 141,8	460,7	0,6	0,4	3,1	-1,4	-1,8
August	844,3	1 133,4	463,2	0,5	0,0	2,4	-1,2	-2,1
September	843,5	...	...	0,1	...	9,8	-0,5	...

K1 = Kredittindikator. Innenlandsk kreditt, dvs. publikums innenlandske bruttogjeld; sesongjusterte tall.

K3 = Samlet kredittvolum, dvs. sum av publikums innenlandske bruttogjeld og gjeld til utlandet; faktiske tall.

M2 = Pengemengde; sesongjusterte tall.

Kilde: Norges Bank

Tabell 22. Innenlandsk kredittilførsel til publikum etter kilde (Mill. kroner)

	1989		1990		1/1–30/9 1990		1/1–30/9 1991	
	Belop	%	Belop	%	Belop	%	Belop	%
Forretnings- og sparebanker	23 793	6,8	10 420	2,8	6 100	1,6	-11 238	-2,9
Statsbanker ²⁾³⁾	11 446	7,9	11 823	7,5	9 683	6,2	12 278	7,3
Private finansieringsselskaper	-6 245	-20,5	-3 906	-16,1	-3 006	-12,4	-288	-1,4
Skadeforsikringselskaper	-916	-15,0	-792	-15,2	-248	-4,8	118	2,7
Livsforsikring, pensjonskasser	729	1,2	2 842	4,5	1 633	2,6	6 904	10,5
Kredittforetak	9 773	8,2	-893	-0,7	-170	-0,1	-13 387	-10,4
Obligasjons- og sertifikatmarkedet ⁴⁾	9 028	21,9	11 221	22,4	7 754	15,4	879	1,4
Markedslån	-3 300	-14,0	-3 800	-18,8	-4 000	-19,8	-3 400	-20,7
Annen kreditt	366	78,4	-185	-22,2	-166	-19,9	11	1,7
Sum ⁵⁾	44 674	5,7	26 730	3,2	17 580	2,1	-8 123	-1,0

¹⁾ Delvis forelopige tall, delvis anslag.

²⁾ Inkl. Postsparebanken.

³⁾ Ekskl. Kommunalbankens formidlingslån.

⁴⁾ Korrigeret for utlendingers beholdning av norske publikumsobligasjoner utstedt i Norge.

⁵⁾ Svarer til Norges Banks kredittindikator.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 23a. Endringer i pengemengden etter kilde (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel (+) Inndragning (-)	1989	1990	1/1–31/7	
			1990	1991
I Sentralmyndighetenes inntektsoverskudd m.v. ekskl. oljeskatter ¹⁾ (-)	20 453	32 738	8 716	13 917
II Sentralmyndighetenes lånetransaksjoner ²⁾ Herav:	14 383	13 290	6 715	5 807
Statsbankenes utlånsøkning	9 238	8 456	5 513	6 512
III Forretnings- og sparebankenes kredittilførsel (+) og inntektsoverskudd (-)	3 313	1 637	-6 405	-28 672
IV Økning i skattefrie fondsavsetninger og bank sparing med skattefradrag (-)	-2 010	-789	1 120	4 174
V Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-17 396	-16 843	-2 562	-1 796
VI Innenlandsk likviditetstilførsel (I+...V)	18 743	30 033	7 584	-6 570
VII Statens lån/tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet	840	0	0	0
VIII Forretnings- og sparebankenes utlån i valuta med og uten lisens og kronelån til oljevirkosomhet	12 633	7 257	10 807	-3 455
IX Publikums netto valutasalgs til de private banker, ekskl. salg i forbindelse med oljeskatter	-1 679	-11 926	-12 452	4 439
X Endring i pengemengden i alt (VI+VII+VIII+IX) Herav:	30 537	25 364	5 939	-5 586
Sedler og mynt	483	919	-2 607	-2 919
Innskudd på anfordring	30 892	22 125	14 571	2 047
Ubenyttede kassekreditter og byggelån	847	5 570	355	-1 300
Tidsinnskudd ekskl. bank sparing med skattefradrag	-1 685	-3 250	-6 380	86
XI Endring i pengemengden i prosent av likviditetsmassen ved inngangen til perioden	7,5	5,8	1,4	-0,5
Oljeskatter	13 690	16 058	9 596	14 395

Fotnoter står under tabell 23 c.

Tabell 23b. Endringer i pengemengden etter kilde. (1 prosent av samlet likviditetsmasse ved inngangen perioden.)

Likviditetstillførsel fra:	Året			Siste 12 mndr. pr. 31/8		Tall for 1991 fra Revidert Nasjonal- budsjett 1991	
	1988	1989	1990	1990	1991	%	Mrd.kr.
A. Sentralmyndighetene	4,3	8,7	10,6			10,4	47,9
Ved inntektsunderskudd ³⁾	-0,6	5,1	7,5			7,2	33,2
Ved lånetransaksjoner	4,9	3,6	3,1			3,2	14,7
B. Private banker ⁴⁾	2,9	0,3	0,2			0,3	1,4
C. Uspesifisert tilførsel/statistiske feil	-1,6	-4,3	-3,9			..	..
Innenlandsk likviditetstillførsel (A+B+C)	5,7	4,6	6,9	6,4	3,6	10,7	49,3
Publikums netto valutasalg til private banker ⁵⁾	0	2,9	-1,1	-0,8	-1,2	-4,7 ⁸⁾	-21,7 ⁸⁾
Endring i pengemengden	5,7	7,5	5,8	5,6	2,4	6,0	27,6

Fotnote står under tabell 23 c.

Tabell 23c. Sammensetningen av pengemengden (Mill. kroner)

Beholdningstall ved utgangen av perioden	Sedler og mynt	Innskudd på anfordring	Ubenyttede kasse- kreditter	Sum	Tids- innskudd ⁶⁾	Penge- mengden i alt	Endring siste 12 mndr. i penge- mengden i alt	
							Belop	%
1990								
September	28 693	206 492	59 976	295 161	151 137	446 298	25 841	6,1
Oktober	27 266	206 604	65 360	299 230	153 433	452 663	22 275	5,2
November	27 605	201 960	66 200	295 765	149 680	445 445	22 062	5,2
Desember	30 122	210 487	65 800	306 409	153 956	460 365	25 364	5,8
1991								
Januar	28 536	214 573	68 500	311 609	158 583	470 192	31 043	7,1
Februar	28 240	217 661	68 250	314 151	163 071	477 222	29 953	6,7
Mars	28 023	212 798	67 130	307 951	162 071	470 022	25 463	5,7
April	27 277	213 878	67 110	308 265	157 780	466 045	25 105	5,7
Mai	27 146	208 650	65 250	301 046	154 359	455 405	21 156	4,9
Juni	28 146	216 970	67 520	312 636	154 977	467 613	16 316	3,6
Juli	27 203	212 534	61 000	300 737	154 042	454 779	13 839	3,1
August	27 356	215 543	60 900	303 799	155 960	459 759	10 798	2,4
September	29 829	221 604	61 350	312 783	177 065	489 848	43 550	9,8

Merk: Publikum er i pengemengdesammenheng definert som andre innenlandske sektorer enn staten, sosiale trygder og banker.

¹⁾ Omfatter den del av statens overskudd for lånetransaksjoner og statsbankenes inntektsoverskudd som gir innenlandsk likviditetsvirkning, trygdeforvaltningens inntektsoverskudd samt økning i inntektsoverskudd på skattekonti i banker og Postgiro. Fra anslaget over statens inntektsoverskudd har en, for å komme fram til den innenlandske likviditetsvirkning, korrigert for statens oljeskatter og statens netto renter og stonader til utlandet. Trygdeforvaltningens inntektsoverskudd er antatt å svare tilnærmet til fondoppbygg i folketrygden (inkl. ufordelte renteinntekter) og økning i Rikstrygdeverkets plassering i form av kontolån til statskassen og innskudd på Postgiro. Økning i Folketrygdfondet som følge av innlemmelse av andre trygder er holdt utenfor.

²⁾ Omfatter publikums nettokjøp av statspapirer (-), andre enn bankers likviditetsreserver (-), Folketrygdfondets nettokjøp av private og kommunale obligasjoner og finans-, kreditt- og lånesertifikater (+), statsbankenes utlånsøkning (+), statens spesifiserte utlånsøkning og aksjekjøp (+),

kontolån til statskassen fra publikum (-) og kreditt-tilførsel fra Norges Bank, Postgiro og Postsparebanken (+).

³⁾ Eksklusive oljeskatter.

⁴⁾ Eksklusive valutalån med og uten lisens og bankenes kronelån til oljevirksomheten.

⁵⁾ Eksklusive salg i forbindelse med betaling av oljeskatter, men inklusive valutalån med og uten lisens fra forretnings- og sparebanker, statens lån og tilskudd til statlig petroleumsvirksomhet og bankenes kronelån til oljevirksomhet.

⁶⁾ Ekskl. banksparing med skattefradrag, inkl. banksertifikater.

⁷⁾ Forelopige tall.

⁸⁾ Inkl. statistiske feil.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Norges Bank samt diverse spesialoppgaver.

Tabell 24. Indikator for husholdningenes finansinvesteringer etter utvalgte finansobjekter (Mill. kroner)¹⁾

	Finansinvesteringer					Beholdning pr. 31/3 1991
	Året			1. kvartal		
	1988	1989	1990	1990	1991	
Bankinnskudd	15 468	12 765	12 606	1 067	1 795	265 800
Obligasjoner, ²⁾ aksjer ²⁾ og aksjefondsandeler	4 960	-1 149	-4 977	-1 811	365	33 990
Forsikringskrav	19 857	19 942	14 594	4 994	1 853	186 500
Andre fordringer ³⁾	333	-838	-480	-2 405	-2 045	25 900
Fordringer i alt	40 618	30 720	21 743	1 845	1 968	
Lån i private banker	8 156	19 556	11 538	-116	-6 321	275 100
Lån i offentlige banker	6 566	6 914	7 131	2 701	3 105	101 000
Lån i forsikring mv. ⁴⁾	2 400	1 048	647	-423	-8	46 500
Lån i finansieringsselskap og kredittforetak	24 600	3 162	-1 855	-356	-4 827	71 900
Netto markedslån garantert av bank og forsikring	-2 252	-2 294	-1 504	-343	721	..
Gjeld i alt	39 470	28 386	15 957	1 463	-7 330	
Netto fordringer	1 148	2 334	5 786	382	9 298	
Finansinstitusjonenes tap på utlån til husholdninger ⁵⁾	-3 675	-4 744	-5 326	-903	-900	.
Netto finansinvesteringer	-2 527	-2 410	460	-521	8 398	.

1) Gjelder kun fordrings- og gjeldsforhold overfor innenlandske sektorer.

2) VPS-registrerte aksjer, obligasjoner og grunnfondsbevis.

3) Sedler og mynt, spareobligasjoner, feriehus i utlandet og innlån til finansieringsselskaper.

4) Inkl. private og kommunale pensjonskasser og -fond.

5) Anslag.

Kilde: Kredittmarkedsstatistikk og Norges Bank.

Tabell 25. Pengemarkedets likviditet.¹⁾ Likviditetsvirkning fra 1. januar til dato (Mill. kroner)

Likviditetstilførsel +/innndragning—	1/1—31/12		1/1—31/10	
	1989	1990	1990	1991
1. Staten og andre offentlige konti (ekskl. stats- og statsbankpapirer)	15 329	12 408	16 573	26 149
2. Stats- og statsbankpapirer	3 347	1 764	1 595	2 174
3. Valutamarkedet	-10 921	4 023	3 629	-8 992
4. Beholdning av sedler og mynt ²⁾ (anslag)	-2 466	-1 210	473	2 370
5. Norges Banks andre transaksjoner ²⁾	-5 809	-7 031	-5 915	-3 574
6. Sentralbankfinansiering	319	-8 165	-16 953	-19 893
7. Reserver i alt	-201	1 788	-598	-1 767
Herav:				
Folioinnskudd i Norges Bank	192	100	729	607
Statskasseveksler	36	1 800	-450	-2 250
Øvrige reserver (anslag)	-429	88	-877	-124

1) Tallene bygger hovedsakelig på Norges Banks regnskap. Blant annet på grunn av ulik periodisering i forhold til forretnings- og sparebankenes egne oppgaver kan det oppstå avvik fra Statistisk sentralbyrås bankstatistikk.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 26. Kortsiktige nominelle rentesatser (Prosent p.a.)

	Eurokronerenter ¹⁾ Gjennomsnitt			Renter på bankenes dagslån i Norges Bank pr. utgangen av måneden
	Dagslån ²⁾	1 mnd.	3 mnd.	
1990				
Oktober	11,4	11,3	11,3	10,5
November	11,4	11,4	11,5	10,5
Desember	11,5	11,5	11,7	10,5
1991				
Januar	11,3	11,3	11,5	10,5
Februar	10,9	10,9	11,0	10,5
Mars	10,5	10,8	10,7	10,2
April	10,4	10,4	10,4	9,8
Mai	10,7	10,2	10,1	9,5
Juni	11,6	10,5	10,2	9,5
Juli	10,3	10,4	10,4	9,5
August	9,4	10,1	10,3	9,5
September	10,6	10,6	10,5	10,0
Oktober	10,6	10,5	10,5	10,0

1) Renter på NOK i valutamarkedet, beregnet på grunnlag av terminkurser.

2) TOM/NEXT.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 27. Kortsiktige rentesatser for sentrale valutaer i euromarkedet og rentedifferanse overfor utlandet. (Prosent p.a.)¹⁾

	DEM	DKK	GBP	JPY	FRF	SEK	USD	XEU ²⁾	Rente- differanse ³⁾
1990									
Oktober	8,5	10,2	14,1	8,2	9,9	14,4	8,1	9,9	1,0
November	8,9	10,4	13,6	8,3	9,9	14,7	8,1	10,1	0,9
Desember	9,4	10,4	13,8	8,2	10,2	14,3	7,9	10,4	0,8
1991									
Januar	9,3	10,4	13,7	8,2	10,2	13,5	7,3	10,5	0,6
Februar	9,0	10,1	13,0	8,0	9,7	12,3	6,6	9,7	0,4
Mars	9,0	10,0	12,3	7,7	9,3	12,0	6,5	9,4	0,4
April	9,2	9,9	11,8	8,3	9,2	12,2	6,2	9,4	0,2
Mai	9,0	9,7	11,5	7,8	9,1	11,6	6,0	9,7	0,1
Juni	8,8	9,4	11,3	7,7	9,6	10,6	6,1	10,0	0,2
Juli	9,1	9,4	11,1	7,5	9,5	10,6	6,1	9,9	0,3
August	9,3	9,6	10,9	7,5	9,5	10,7	5,7	9,9	0,2
September	9,2	9,8	10,2	6,7	9,4	10,3	5,6	9,8	0,5
Oktober	9,3	9,6	10,3	6,4	9,3	10,8	5,4	9,9	0,5

1) 3-måneders renter, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

2) Privat ecu. Se fotnote 1, tabell 41.

3) Differansen mellom renten på NOK og teoretisk XEU.

Kilde: OECD og Norges Bank

Tabell 28. Effektive renter på statspapirer (Prosent p.a.)

	Statssertifikater ¹⁾	Statsobligasjoner med gjenstående løpetid ²⁾		
		0–3 år	3–6 år	6–10 år
1990				
Oktober	10,7	10,7	10,6	10,6
November	10,6	10,7	10,6	10,6
Desember	10,5	10,9	10,6	10,6
1991				
Januar	10,5	10,5	10,5	10,6
Februar	10,5	10,4	10,4	10,4
Mars	10,4	10,3	10,2	10,4
April	10,1	10,0	9,8	10,0
Mai	9,9	9,8	9,6	9,8
Juni	9,8	10,0	9,6	9,8
Juli	9,8	9,8	9,7	9,7
August	9,8	9,8	9,6	9,7
September	9,9	9,9	9,7	9,8
Oktober	10,3	9,9	9,8	9,9

¹⁾ Representativ rente basert på et veid gjennomsnitt av renten ved månedens transaksjoner (evt. justert med Norges Banks kjøpsrente i måneder med lav/ingen omsetning).

²⁾ Helårlig etterskuddsrente ved utgangen av måneden.

Kilde: Norges Bank

Tabell 29. Effektive lange renter på statsobligasjoner¹⁾ i sentrale valutaer og rentedifferanse overfor ecu. Gjennomsnitt pr. måned. (Prosent p.a.)

	DEM	DKK	GBP	JPY	FFR	SEK	USD	XEU	Rentediff NOK/XEU ²⁾
1990									
Oktober	9,1	10,9	12,0	8,0	10,4	13,5	8,9	10,6	-0,2
November	9,0	10,8	11,7	7,7	10,2	13,1	8,6	10,4	0,0
Desember	8,9	10,5	11,1	7,1	9,9	12,5	8,2	10,1	0,0
1991									
Januar	9,0	10,5	11,0	6,9	9,8	12,1	8,3	10,1	-0,1
Februar	8,5	9,6	10,5	6,7	9,2	11,4	8,0	9,4	0,3
Mars	8,5	9,5	10,6	6,8	9,1	11,6	8,3	9,3	0,7
April	8,4	9,4	10,6	6,7	8,9	11,7	8,2	9,2	0,6
Mai	8,5	9,2	10,7	6,6	8,9	11,1	8,2	9,1	0,4
Juni	8,5	9,3	10,9	6,8	9,1	10,9	8,5	9,3	0,2
Juli	8,7	9,5	10,6	6,7	9,2	10,9	0,4	9,4	0,0
August	8,7	9,5	10,4	6,5	9,1	10,9	8,1	9,3	0,1
September	8,5	9,3	10,0	6,1	8,9	10,5	7,8	9,0	0,3
Oktober	8,5	9,1	10,1	5,9	8,8	10,3	7,7	9,0	0,5

¹⁾ Statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 10 år unntatt for GBP der renten er gjennomsnitt av 5 års - og 15 års obligasjonsrente.

Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer.

²⁾ Differanse mellom effektiv rente på norske statsobligasjoner med gjenstående løpetid på 3–6 år og teoretisk XEU rente på 5 år.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 30. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rente- og provisjonssatser på disponerte utlån i norske kroner ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Kortsiktige utlån		Mellomlange og langsiktige utlån	Utlån i alt
	I alt	Herav kassekreditter		
3. kvartal 1990				
Forretningsbanker	14,0	17,0	14,4	14,3
Sparebanker	14,8	15,9	14,1	14,2
Sum banker	14,3	16,6	14,2	14,2
4. kvartal 1990				
Forretningsbanker	13,9	17,3	14,3	14,2
Sparebanker	14,9	16,1	14,0	14,2
Sum banker	14,3	16,9	14,1	14,2
1. kvartal 1991				
Forretningsbanker	13,6	16,7	14,5	14,2
Sparebanker	14,5	16,2	14,0	14,1
Sum banker	13,9	16,6	14,2	14,1
2. kvartal 1991				
Forretningsbanker	13,2	16,1	14,2	13,9
Sparebanker	14,3	15,7	13,9	13,9
Sum banker	13,6	16,0	14,0	13,9
3. kvartal 1991				
Forretningsbanker	12,9	15,8	13,9	13,6
Sparebanker	14,4	15,8	13,7	13,8
Sum banker	13,4	15,8	13,8	13,7

Merk: Vi gjør oppmerksom på at bankene i sin utlånsportefolje kan ha engasjementer der den løpende renteberegning/retebetaling er stoppet. Mange banker lar disse lån inngå i rentestatistikken med rentesats null. Det er en tendens til at slike utlån i sin helhet plasseres under utlånsarten «Andre kortsiktige utlån med løpetid til og med 1 år». Dette vil i så fall bidra til at det registrerte rentenivået trekkes nedover, og at dette særlig gjør seg gjeldende for de kortsiktige utlån.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 31. Forretnings- og sparebanker. Gjennomsnittlige rentesatser på innskudd i norske kroner ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Anfordring	Tidsinnskudd		Innskudd i alt
		I alt	På spesielle vilkår til og med ett år	
3. kvartal 1990				
Forretningsbanker	8,4	9,5	10,3	8,9
Sparebanker	8,1	9,8	10,7	8,9
Sum banker	8,2	9,7	10,5	8,9
4. kvartal 1990				
Forretningsbanker	8,5	9,6	10,4	9,0
Sparebanker	8,1	9,7	10,5	8,9
Sum banker	8,3	9,7	10,5	8,9
1. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,4	9,6	10,4	8,9
Sparebanker	8,1	9,7	10,5	8,8
Sum banker	8,2	9,7	10,4	8,9
2. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,1	9,4	10,0	8,6
Sparebanker	7,8	9,4	10,1	8,5
Sum banker	7,9	9,4	10,0	8,6
3. kvartal 1991				
Forretningsbanker	8,1	9,3	9,9	8,6
Sparebanker	7,6	9,5	10,0	8,4
Sum banker	7,8	9,4	9,9	8,5

Kilde: Norges Bank.

Tabell 32. Forretnings- og sparebanker. Rente- og kredittprovisjonsinntekter i prosent p.a. av midlere trukne utlån til norske låntakere¹⁾

	1986		1988 ²⁾		1989	
	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon	Rente	Rente og provisjon
Utlån i alt:						
Alle banker	14,1	15,4	15,0	15,8	13,7	14,4
Forretningsbanker	14,3	15,6	14,9	15,8	13,3	14,1
Sparebanker	14,0	15,0	15,1	15,9	14,0	14,7
Kortsiktige utlån:						
I alt	13,7	15,9	14,0	15,7	12,6	14,1
Byggelån	12,3	15,0	13,9	16,2	12,4	14,3
Andre rammelån	14,7	17,6	15,3	17,6	14,2	16,2
Andre korte utlån	13,2	13,6	11,9	12,4	10,0	10,4
Mellomlange og langsiktige utlån:						
I alt	14,3	15,1	15,6	15,9	14,2	14,5

¹⁾ Utlån i NOK til oljevirksomheten og utlån etter lisens er ikke med. Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av beløpene pr. utgangen av desember året for samt de 12 månedene i det aktuelle året. Dersom utlånene ved utgangen av månedene ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, kan de beregnede prosenttall gi et feil bilde.

²⁾ På grunn av omleggingen av bankstatistikken i 1987 har det skjedd endringer i definisjoner o.l. som gjør at tallene ikke er helt sammenlignbare med tidligere år. Tallene for 1987 er usikre og er derfor ikke publisert.

Kilde: Norges Bank

Tabell 33. Forretnings- og sparebanker. Renteutgifter i prosent p.a. av midlere innskudd fra norske innskyttere¹⁾

	1986	1988	1989
Innskudd i alt:			
Alle banker	9,9	11,5	9,7
Forretningsbanker	10,1	11,8	9,6
Sparebanker	9,7	11,2	9,8
Innskudd på anfordring:			
I alt	7,7	9,5	8,3
Innskudd på tid:			
I alt	10,8	12,8	11,0
På spesielle vilkår	12,3	13,1	11,5
SMS	8,7	10,3	8,9
Andre tidsinnskudd	9,6	13,4	11,2

¹⁾ Midlere er definert som et 13-måneders gjennomsnitt av beløpene pr. utgangen av desember året for samt de 12 månedene i det aktuelle året. Dersom innskuddene ved utgangen av månedene ikke er representative for de reelle gjennomsnitt, kan de beregnede prosenttall gi et feil bilde.

²⁾ På grunn av omleggingen av bankstatistikken i 1987 har det skjedd endringer i definisjoner o.l. som gjør at tallene ikke er helt sammenlignbare med tidligere år. Tallene for 1987 er usikre og er derfor ikke publisert.

Kilde: Norges Bank

Tabell 34. Livsforsikringselskaper. Gjennomsnittlige rentesatser etter utlånsform pr. utgangen av kvartalet (Prosent p.a.)

	Utlån til boligformål	Andre utlån	Utlån i alt
3. kvartal 1990	12,5	12,1	12,3
4. " "	12,4	12,0	12,3
1. kvartal 1991	12,4	12,0	12,3
2. " "	12,5	11,9	12,2
3. " "	12,0	11,7	11,9

Kilde: Norges Bank.

Tabell 35. Kredittforetak. Gjennomsnittlige veide rentesatser, inklusive provisjoner, på utlån til publikum ved utgangen av kvartalet (Prosent p.a.).

	Utlån til husholdninger	Utlån til private foretak	Utlån i alt
3. kvartal 1990	13,1	12,8	13,0
4. " "	13,0	12,7	12,8
1. kvartal 1991	12,9	12,7	12,8
2. " "	12,9	12,6	12,7
3. " "	12,7	12,5	12,6

Kilde: Norges Bank.

Tabell 36. Resultat og egenkapitaldekning for forretningsbanker¹⁾
Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1990	1990		1991	
		2.tertial	3.tertial	1.tertial	2.tertial
Rente- og provisjonsinntekter	11,3	11,3	11,1	11,3	10,5
Rentekostnader	8,8	8,8	8,9	8,9	8,0
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4
Andre driftsinntekter	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0
Andre driftskostnader	2,5	2,3	2,9	2,5	2,6
Driftsresultat før tap	1,1	1,4	0,5	1,0	0,9
Bokførte tap på utlån og garantier	1,9	1,8	2,4	2,1	2,2
Driftsresultat etter tap	-0,8	-0,4	-1,9	-1,1	-1,3
Egenkapitaldekning i prosent regnet etter forretningsbanklovens §21	8,4	8,5	8,5	5,1 ²⁾	4,2 ²⁾

¹⁾ Foreløpige tall.

²⁾ Beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital

Kilde: Norges Bank.

Tabell 37. Resultat og egenkapitaldekning for de største sparebanker¹⁾
Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1990	1990		1991	
		2.tertial	3.tertial	1.tertial	2.tertial
Rente- og provisjonsinntekter	12,5	12,6	12,1	12,4	12,0
Rentekostnader	8,6	8,7	8,4	8,6	8,2
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,9	3,9	3,7	3,8	3,9
Andre driftsinntekter	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7
Andre driftskostnader	3,2	3,0	3,5	3,3	3,3
Driftsresultat før tap	1,4	1,6	0,8	1,3	1,2
Bokførte tap på utlån og garantier	2,1	1,1	3,4	1,5	2,3
Ordinært driftsresultat etter realiserte tap	-0,7	0,5	-2,6	-0,2	-1,1
Egenkapitaldekning i prosent regnet etter sparebanklovens §21 ²⁾	6,2	6,1	6,4	7,7 ³⁾	7,3 ³⁾

¹⁾ Et utvalg på 22 sparebanker. Foreløpige tall.

²⁾ Overslag som gjelder alle sparebanker, ikke bare vårt utvalg.

³⁾ Beregnet etter de nye reglene om ansvarlig kapital

Kilde: Norges Bank.

Tabell 38. Resultat for sparebanker¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1987	1988	1989	1990
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,97	3,83	4,31	4,00
Andre driftsinntekter	0,59	0,69	0,98	0,68
Andre driftskostnader	3,28	3,28	3,24	3,14
Driftsresultat før tap	1,28	1,24	2,05	1,54
Bokførte tap på utlån og garantier	0,71	1,39	1,95	1,79
Driftsresultat etter tap	0,57	-0,15	0,10	-0,25

¹⁾ Foreløpige tall.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 39. Resultat for finansieringsselskap.¹⁾ Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1987 ²⁾	1988 ²⁾	1989 ²⁾	1990 ²⁾
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	3,68	4,21	5,31	5,04
Andre driftsinntekter	1,87	1,40	2,13	2,20
Andre driftskostnader	4,54	4,48	5,02	5,13
Driftsresultat før tap	1,01	1,13	2,42	2,11
Bokførte tap på utlån og garantier	3,02	4,57	4,21	3,06
Driftsresultat etter tap	-2,01	-3,44	1,79	-0,95

¹⁾ Foreløpige tall.

²⁾ Basert på et utvalg av finansieringsselskap med ca. 50% av den samlede forvaltningskapitalen.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 40. Resultat for kredittforetak¹⁾. Størrelsene er oppgitt i prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

	1988	1989	1990	1991	
				1.tertialet ²⁾	2.tertialet ²⁾
Rente og kredittprovisjonsinntekter	13,06	13,12	12,64	12,16	11,73
Rentekostnader	11,74	11,95	11,60	11,15	10,75
Netto rente- og kredittprovisjonsinntekter	1,31	1,17	1,04	1,01	0,98
Andre driftsinntekter	0,15	0,23	0,20	0,19	0,21
Andre driftskostnader	0,38	0,41	0,50	0,39	0,45
Driftsresultat før tap	1,08	0,99	0,74	0,82	0,73
Bokført tap på utlån og garantier	0,12	0,31	0,71	0,34	0,46
Driftsresultat etter tap	0,97	0,67	0,02	0,47	0,27

¹⁾ Forelopige tall.

²⁾ Pr. utgangen av tertialet

Kilde: Norges Bank.

Tabell 41. Den norske kronens internasjonale verdi og kurser overfor en del enkeltvalutaer. Månedsgjennomsnitt av midtkurser notert på Oslo Børs

	Kurs- indeks	Kronens int. verdi ¹⁾	100 DEM	100 SEK	1 GBP	1 USD	100 JPY
1990							
Oktober	112,2 ²⁾	8,0168 ³⁾	388,24	104,92	11,513	5,9203	4,5604
November		8,0181	390,56	104,36	11,403	5,8050	4,5045
Desember		8,0142	392,25	104,32	11,298	5,8610	4,3865
1991							
Januar		8,0145	391,14	104,79	11,420	5,9060	4,4159
Februar		8,015	391,26	104,60	11,381	5,7869	4,4397
Mars		8,0151	390,49	106,23	11,473	6,2245	4,5512
April		8,0219	388,97	108,29	11,586	6,6237	4,8331
Mai		8,0193	389,57	108,76	11,538	6,6787	4,8387
Juni		8,0217	390,42	108,32	11,477	6,9602	4,9795
Juli		8,0153	390,15	107,83	11,496	6,9778	5,0600
August		8,0203	390,73	107,63	11,476	6,8187	4,9842
September		8,0225	391,29	107,52	11,451	6,6436	4,9381
Oktober		8,0171	391,53	107,45	11,397	6,6197	5,0637

¹⁾ Kronens internasjonale verdi uttrykkes ved kroneverdien av den teoretiske (offisielle) ecu, som er en regne- og valutaenhet som beregnes med utgangspunkt i faste valutaenheter. Denne verdien kan avvike fra markedsverdien av ecu (også kalt privat ecu), som er en selvstendig transaksjons- og oppgjørsvaluta.

²⁾ T.o.m. 19.10.

³⁾ Gjennomsnitt for perioden 22.10. – 31.10.

Kilde: Oslo Børs, Norges Bank.

Tabell 42. Utenriksregnskap for Norge (Mill. kroner)

	1989	1990	1/1 – 31/8	
			1990	1991
Varebalansen	23 552	43 203	18 243	34 339
Tjenestebalansen	3 276	4 841	3 447	4 548
Rente- og stonadsbalansen	-25 430	-25 432	-16 915	-17 842
A. Driftsbalansen	1 398	22 612	4 775	21 045
Herav:				
Skipsfart ¹⁾	-7 321	10 099	6 059	14 615
Oljevirkosomhet ¹⁾	62 274	74 625	39 261	40 077
Andre sektorer	-53 555	-62 112	-40 545	-33 647
B. Langsiktige kapitaltransaksjoner, netto	27 522	-6 262	-9 849	3 679
Herav:				
Statsforvaltningen	2 878	-1 147	-1 825	4 812
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-267	-1 094	-950	-654
Statsbanker	-1 527	-2 918	-2 542	-1 378
Forretnings- og sparebanker	3 725	-5 009	-5 645	-5 342
Andre finansinstitusjoner inkl. Norges Bank	9 869	8 960	1 891	7 065
Skipsfart	6 084	-3 250	-2 910	-297
Oljevirkosomhet	-2 463	-3 479	-504	-1 749
Andre private og statlige foretak	9 223	1 675	2 636	1 222
C. Grunnbalansen (A+B)	28 920	16 350	-5 074	24 724
D. Kortsiktige kapitaltransaksjoner ekskl. Norges Bank	-22 289	-13 870	4 707	-29 474
Herav:				
Statsforvaltningen	623	145	142	89
Kommuner, inkl. kommuneforetak	-	-	-	-
Statsbanker	107	-451	-148	-141
Forretnings- og sparebanker	-4 030	3 187	17 783	-11 131
Andre finansinstitusjoner ekskl. Norges Bank	-5 524	7 459	6 669	-1 533
Skipsfart	-968	-361	-386	-1 767
Oljevirkosomhet	83	37	146	2 826
Andre private og statlige foretak	-4 109	-4 754	-2 753	-17 518
Andre kortsiktige kapitaltransaksjoner og statistiske feil	-8 471	-19 132	-16 746	-299
Endring i Norges Banks kortsiktige netto fordringer overfor utlandet (C+D)	6 631	2 480	-367	-4 750
Uldelte SDR	-	-	-	-
Diverse reguleringer og poster som ikke inngår i internasjonale reserver	2 544	-3 371	-4 021	7 327
Endring i Norges Banks totale fordringer på utlandet (E+F+G)	9 175	-891	-4 388	2 577

¹⁾ Utvalgte poster beregnet av Norges Bank.

Kilde: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank.

Tabell 43. Norges fordringer og gjeld overfor utlandet (Milliarder kroner)

	31/12 1989			31/12 1990			31/8 1991		
	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto	Fordringer	Gjeld	Netto
Statskassen	8,3	23,9	-15,6	6,9	20,4	-13,5	6,3	26,7	-20,4
Andre statsregnskap	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Norges Bank	94,7	2,6	92,1	94,1	2,7	91,4	97,0	2,9	94,1
Postgiro og Postsparebanken	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Statsbanker	1,2	11,3	-10,1	1,5	8,1	-6,6	1,8	7,3	-5,5
Forretnings- og sparebanker	42,0	132,5	-90,5	45,9	129,5	-83,6	50,2	123,4	-73,2
Andre kredittinstitusjoner	20,5	38,3	-17,8	20,9	51,0	-30,1	22,0	61,9	-39,9
Forsikringselskaper	7,3	1,6	5,7	7,3	2,9	4,4	7,9	2,7	5,2
Kommuneforvaltning, inkl. kommuneforetak	0,1	11,1	-11,0	0,1	9,9	-9,8	0,1	9,7	-9,6
Statsforetak	27,1	53,0	-25,9	31,4	47,1	-15,7	34,2	51,0	-16,8
Andre norske sektorer Ufordelt ¹⁾	70,8	128,2	-57,4	82,2	129,6	-47,4	106,7	146,2	-39,5
	0,0	0,0	0,0	19,1	0,0	19,1	19,4	0,0	19,4
Alle sektorer i alt	272,1	402,5	-130,4	309,6	401,2	-91,6	345,9	431,9	-86,0

¹⁾ Omfatter nettobelop som det på de angitte tidspunkt ikke har vært mulig å sektorisere samt statistiske feil. For enkelthets skyld er nettobelopet henført til fordringer.

Merk:

De presenterte balansetallene er beregnet i Norges Bank ved å kombinere data fra Statistisk sentralbyrås årlige «finansstilling» med endringstall i form av transaksjoner og omvurderinger fra utenriksregnskapet / valutastatistikken. Byråets «finansstilling» pr. 31. desember 1988 er innarbeidet. Belopene vil kunne avvike fra sektorenes egne bokførte regnskapstall.

Kilde: Norges Bank.

Tabell 44. Valutabanker. Utestående valutaterminforretninger med andre sektorer mot oppgjør i norske kroner¹⁾ (Milliarder kroner)

	Netto kjøpt				Sum	Kjøpt, bto.		Solgt, bto.	
	Sentralmyndighetene ²⁾	Andre finansinst. ³⁾	Publikum	Utlandet		Publikum	Utlandet	Publikum	Utlandet
1990									
September	1,2	-2,8	14,5	25,4	38,3	32,5	78,0	17,9	52,6
Oktober	0,9	-3,1	13,4	22,7	33,9	34,1	86,1	20,7	63,5
November	4,7	-0,4	14,1	17,4	35,8	33,7	76,2	19,6	58,8
Desember	4,0	0,1	14,4	11,9	30,5	34,0	67,5	19,6	55,6
1991									
Januar	3,0	0,7	17,4	9,8	30,9	35,4	64,8	18,0	55,0
Februar	2,6	-0,4	18,7	7,6	28,5	37,6	61,9	18,9	54,3
Mars	1,7	1,1	18,2	4,9	25,9	37,0	60,2	18,8	55,2
April	1,2	2,6	17,8	-0,5	21,1	36,6	55,8	18,8	56,3
Mai	1,2	7,4	16,9	-1,2	24,3	34,7	61,8	17,8	63,0
Juni	-0,6	7,2	14,6	-4,6	16,6	33,4	63,8	18,8	68,4
Juli	-0,7	7,7	13,9	-0,3	20,6	33,6	61,7	19,7	62,0
August	-0,7	5,8	15,8	-3,1	17,8	35,3	62,9	19,5	66,0
September	-1,4	9,5	11,4	-4,0	15,5	31,2	63,1	19,8	67,0

¹⁾ Ekskl. kurskorreksjoner.

²⁾ Statsforvalt., trygdeforvalt., og Norges Bank.

³⁾ Inkl. eventuelle avvik mellom terminaktiva og terminpassiva innen gruppen av valutabanker.

Kilde: Oppgaver fra forretnings- og sparebanker (registrerte valutabanker) til Norges Bank.

Tabell 45. Valutabanker. Totalposisjon i valuta (Mill. kroner)

	30/9 1990	31/12 1990	31/3 1991	30/6 1991	31/8 1991
Valutaaktiva, spot	122 674	110 150	128 017	140 123	124 042
Valutapassiva, spot	158 679	138 975	155 412	158 851	144 711
1. Spotbalanse, netto	-36 005	-28 825	-27 395	-18 728	-20 669
2. Terminbalanse, netto	36 842	30 902	29 010	23 490	17 643
3. Opsjonsposisjon mot NOK	153	389	-123	-255	-80
4. Totalposisjon (1+2+3)	990	2 466	1 492	4 507	-3 106

Kilde: Norges Bank.

Norges Bank, Oslo

	<i>Postadresse</i>	<i>Telefon</i>	<i>Telex</i>	<i>Telefax</i>
Hovedkontoret, Bankplassen 2	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	71 369 nbank n	(02) 41 31 05

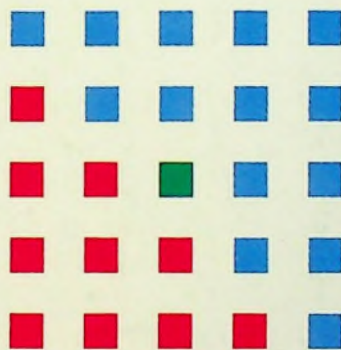
Norges Banks seddel- og myntproduksjon

Norges Banks Seddeltrykkeri	Postboks 1179, Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	19 888 nbs n	
Den Kongelige Mynt	Postboks 53, 3601 Kongsberg	(03) 73 53 00	17 211 mynt n	(03) 73 62 58

Norges Banks avdelinger

Reg. nr.

0616	Bergen	Postboks 4132 Dreggen, 5023 Bergen	(05) 31 81 50	42 155 nbber n	(05) 31 13 12
0663	Bodo	Postboks 114, 8001 Bodø	(081) 21 060	64 353 nbbo n	(081) 23 453
0660	Fredrikstad	Postboks 144, 1601 Fredrikstad	(09) 31 49 00	19 820 nbfd n	(09) 31 83 70
0623	Hammerfest	Postboks 55, 9601 Hammerfest	(084) 11 344	64 354 nbhf n	(084) 13 981
0625	Kristiansand	Postboks 204, 4601 Kristiansand S.	(042) 23 070	21 880 nbch n	(042) 70 140
0627	Larvik	Postboks 140, 3251 Larvik	(034) 81 300	21 890 nbl n	(034) 82 230
0628	Lillehammer	Postboks 370, 2601 Lillehammer	(062) 50 045	21 911 nblil n	(062) 59 944
0629	Oslo	Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1	(02) 31 60 00	79 213 nbsba n	
	Ekspedisjonen				(02) 33 69 91
	Kassen				(02) 31 68 90
	Fondskontoret				(02) 41 31 05
0631	Stavanger	Postboks 18, 4001 Stavanger	(04) 52 00 00	33 047 nbsta n	(04) 52 35 06
	Haugesund kassekr.	Postboks 233, 5501 Haugesund	(047) 28 500	42 893 nbhd n	(047) 16 117
0632	Tromsø	Postboks 475, 9001 Tromsø	(083) 55 411	64 141 nbtrm n	(083) 58 839
0633	Trondheim	Postboks 564, 7001 Trondheim	(07) 52 80 60	55 056 nbtrh n	(07) 52 63 57
0634	Vardø	Postboks 293, 9951 Vardø	(085) 87 621	64 355 nbvar n	(085) 88 398
0614	Ålesund	Postboks 380, 6001 Ålesund	(071) 21 710	42 894 nbaal n	(071) 29 886
	Kristiansund kontor	Postboks 80, 6501 Kristiansund N.	(073) 72 911	15 261 nbcs n	(073) 74 706



Returadresse:
NORGES BANK,
informasjonskontoret
Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo 1
(P.O.Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo 1, Norway)